情報提供資料

2021年6月

投資資金を呼び込む中国：中国債券市場の台頭

INVESTMENT INSTITUTE
FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

債券市場

FRANKLIN TEMPLETON

目次

3 はじめに
スティーブン・ドーバー, CFA
フランクリン・テンプルトン・インベストメント・
インスティテュートチーフ・マーケット・ストラテジスト

6 中国のソブリン債：セーフ・ヘイブン債券の代替手段
トレイシー・チェン、CFA、CAIA
ブランディワイン・グローバル
ポートフォリオ・マネージャー

14 民間部門のイノベーションを育む中国の銀行
デズモンド・スーン、CFA
ウエスタン・アセット
アジア（除く日本）運用責任者/ポートフォリオ・
マネージャー

スゥイーチン・リム
ウエスタン・アセット
ポートフォリオ・マネージャー

20 人民元の先行きに影響を及ぼすシクリカル及び構造的要因
テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ

25 中国のクレジット分析には現地でしか得られない知見が重要
リロン・シュイ, CFA, CPA (non-practicing)
フランクリン・テンプルトン・シーランド・
ファンド・マネジメント（FT シーランド）
最高投資責任者（CIO）

トレイシー・リウ, CFA
FT シーランド
債券運用責任者

ワン・フェイ
FT シーランド
債券運用部門クレジットリサーチ責任者

30 中国の不動産市場は「灰色のサイ」に備えるべき
チャンキ・ガオ、CFA
フランクリン・テンプルトン債券運用グループ
リサーチ・アナリスト、コーポレート・クレジット

ロバート・ネルソン、CFA
フランクリン・テンプルトン債券運用グループ
ポートフォリオ・マネージャー、エマージング債券

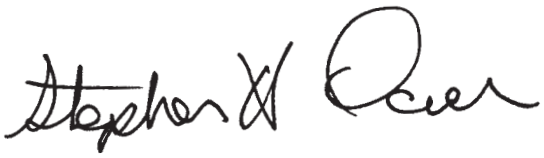
はじめに

スティーブン・ドーバー, CFA
フランクリン・テンプルトン・インベストメント・インスティテュート、チーフ・マーケット・ストラテジスト

2020年は中国債券への海外資金の流入が過去最高を記録しましたが、40年間にわたり中国経済の成長を見てきた私にとって感慨深い年となりました。中国の経済と歴史を学ぶ学生として初めて中国を訪れたのが1982年でした。その後、現地における合弁会社の立ち上げのために再び中国を訪れ、2004年にフランクリン・テンプルトン・シーランド（FTシーランド）が設立されました。本稿の5つの章では、債券運用担当者が中国のソブリン債、商業銀行、通貨、企業（国有及び民営）について検討します。概略は以下のとおりです。

- ブランディワイン・グローバルでは、中国のソブリン債について、グローバルな枠組みの中では新興国債券というよりむしろ伝統的に安全な投資避難先（セーフ・ヘイブン）とされる米国債などに匹敵すると考えています。とはいえ、中国債券の分析にあたってはまず中国の資本市場が純粋な意味で「市場原理」に基づいてないという認識を明確に持つ必要があります。
- 中国経済は政策当局によるトップダウンの国策と市場原理に基づく資本配分のハイブリッドとして進化しつつあります。第2章では、中国の6大商業銀行が民営企業を国有企業（SOE）とより対等な立場に置くことで中国の質の高い成長をいかに後押ししているかについてウエスタン・アセットが検証します。
- 中国の最大の戦略的優位のひとつは、テクノロジーをすばやく展開し、普及させることにより金融システムを近代化させ、企業の競争力を高めることが可能という点です。最近の例を挙げると、第3章でテンプルトン・グローバル・マクロ・グループが取り上げる人民元のデジタル化や第4章でFTシーランドが取り上げる有機EL（OLED）ディスプレイなどがあります。後者は国のリソースを通じて中国国有企業を世界的なリーダーに育成することが可能な分野です。
- 質の高い成長を後押しする中国のトップダウン型のアプローチは規制強化というマイナス面もあり、ボトムアップ型の信用分析において問題となります。第5章では中国の不動産部門のリスク低減を目的に近年相次いで導入された規制についてフランクリン・テンプルトン債券グループが検証します。規制は、国有企業より数が多い民営の不動産デベロッパーのクレジット評価に変化を及ぼします。

中国のトップダウン型の政策を信用分析に組み込むのは容易ではありません。新たなマクロ経済のルールは意図を読み取るのが困難な場合もありますが、中国語で書かれた政策は様々な所管局の文書を組み合わせたものとなっており、債券市場全体や個別企業に影響を及ぼします。



中国の政策当局の意図を読み取る

世界の債券市場が混乱した2020年において、中国債券は良好な成績を収めました。中国経済は底堅く、ソブリン債の利回りは3.3%に達し[1]、為替レートも上昇し[2]、中国のソブリン債は2020年は世界でトップクラスのトータルリターンを達成しました。世界の舞台で主役の座に躍り出ることは今世紀の中国政府の大きな目標の1つでもあります。2000年までふり返ると、中国の債券市場は日本や米国などの先進国に比べ規模で大きく後れを取っていました[3]。今日では中国の債券市場は米国に次ぐ規模を誇ります。

フランクリン・テンプルトンはいち早く中国株投資に乗り出し、1987年から中国企業を調査しています。海外からの中国への投資というと、伝統的に株式投資になりますが、我々は独立系の運用会社として長年にわたり中国債券に投資しながらノウハウを蓄積してきました。各章では我々の運用担当者が中国債券をグローバルなポートフォリオに組み入れるにあたり中国の国有企業と民営企業を対象とするボトムアップのクレジット分析に加え、中国のマクロ経済の影響をソブリン債、準ソブリン債、為替の分析にどのように組み込んでいるかについて説明します。中国債券の分析には世界金融危機後の改革や政策当局が新たに打ち出した数多くの指針について調査する必要があります。これらはすべて、中国が2035年までに世界最大の経済大国になるという目標を達成するためのものです。

各章では我々の運用担当者が中国債券をグローバルなポートフォリオに組み入れるにあたり中国の国有企業と民営企業を対象とするボトムアップのクレジット分析に加え、中国のマクロ経済の影響をソブリン債、準ソブリン債、為替の分析にどのように組み込んでいるかについて説明します。中国債券の分析には世界金融危機後の改革や政策当局が新たに打ち出した数多くの指針について調査する必要があります。これらはすべて、中国が2035年までに世界最大の経済大国になるという目標を達成するためのものです。

中国の経済改革

2020年の中国経済の主な特徴として、コロナ禍における経済的混乱からの回復に向けて規律を失わずに経済対策を実施したことが挙げられます。世界の主要中央銀行のほとんどが金利を引き下げ、量的緩和を拡大する一方、多くの政府は財政支出を拡大し、すでに巨額にのぼっていた財政赤字を大幅に膨らませました。これに対し、中国は新型コロナウイルスをいち早く封じ込め、デレバレッジ（債務削減）の取り組みを再開することができました。ブランディワイン・グローバルが第1章で解説していますが、規律を失わない中国の経済対策に比較的高い債券利回りが重なり、海外からの中国国債投資は過去最高を記録しました。ブランディワイン・グローバルでは、中国のソブリン債を新興国債券ではなく先進国債券の範疇に含めるべきと考えています。

中国は習近平総書記が2013年に就任して以来、市場原理に沿った規律を資本と信用の配分に組み込むことで生産性の向上に取り組んできました。第2章では中国の大手国有商業銀行のオフショア債券が中国のソブリン債の代替的な投資手段になることをウエスタン・アセットのクレジット・チームが解説します。負債過多で赤字の国有「ゾンビ」企業とは離別し、民営企業への支援を強化する中国では同国の肥大化した銀行システムが重要な役割を担っています。中国の銀行がどの程度進歩してきたかを理解するには、世界金融危機後に中国経済に信用を供与する（大半のケースで無駄に終わりましたが）うえで中国の銀行が果たしてきた役割について検討する必要があります。中国の政策当局は今日では（負債に依存するイノベーションではなく）オーガニック・イノベーションにより質の高い成長を達成しうる民営企業に融資を振り向け直すよう銀行に指導しています。組織的に重要な国有企業に多額の融資を行っている中国の6大銀行にとってこうしたリスクは管理可能といえます。

先見の明のある中国のイノベーション

これは本稿に投稿している5つの運用チームすべてが賛同している考え方ですが、中国の最大の戦略的優位のひとつはテクノロジーをすばやく展開し、普及させることが可能な点にあります。第3章で解説しているように、テンプルトン・グローバル・マクロのチームからすれば、そうした中国の技術的優位は中国が近々発行する新たなデジタル通貨に表れています。2014年から開発を続けてきたデジ

タル人民元は中国の通貨の国際化を加速させる可能性があります。

第4章では「中国製造2025」などの国策がスマートフォンの上位機種に使われる有機EL（OLED）ディスプレイの推進にいかに貢献してきたかについてFTシーランド（上海に拠点を置く合弁会社）が解説します。また、クレジット分析において、国有企業が中国の進化する産業政策にどのように適応するかを理解することの重要性を説明します。第5章では民営企業の話に移り、過熱する不動産部門における中国政府のリスク低減の取り組みについてフランクリン・テンプルトン債券グループが検討します。新たな規制を受けて、不動産デベロッパーは資産を手放し、場合によっては新築住宅を破格の値段で売却することで目先の資金繰りを改善する必要に迫られています。中国の政策当局は2035年を見据えて不動産デベロッパーに、それぞれ1億人の住民が生活できる巨大「都市群」の建設を指示しています。

中国債券のカテゴリー

ご紹介する5つの章の前に、参考資料として図1をご案内します。ここでは、昨年中国に流入した海外資金の大半が、表面上「無リスク」のように見える中国国債や政策銀行債に向かったことを示しています。

商業銀行債や社債（国有及び民営）など信用リスクが徐々に高まっている債券については、大半の投資が中国の米ドル建てオフショア債券であることに注意が必要です。

中国債への資金流入は過去最高を記録

図 1:2020年の中国の人民元建てオンショア債券への海外資金の流入額

2021年3月時点

2020年の海外資金流入額合計1,550億米ドル（1兆1,000億元）	890億米ドル（5,710億元）	650億米ドル（4,210億元）	3,000万米ドル（20億元）	30億米ドル（170億元）	70億米ドル（460億元）	20億米ドル（120億元）
	国債	**政策銀行債**	**譲渡性預金（CD）**	**商業銀行債**	**社債**	**その他**
債券リスク	無リスクソブリン債			準ソブリン債 6大銀行	国有及び民営企業	地方政府債
	低リスク		**リスク領域**			**高リスク**

出所：国際金融協会、2021年3月

中国のソブリン債：セーフ・ヘイブン債券の代替手段

トレイシー・チェン、CFA、CAIA
ブランディワイン・グローバル
ポートフォリオ・マネージャー

米国債など伝統的にセーフ・ヘイブンとされてきた債券が低利回りやゼロ利回り、マイナス利回りに沈むという厳しい環境下で、中国のソブリン債はグローバルなポートフォリオの分散に寄与する代替手段となっています。先進国債券に比べ利回りが高いと同時に新興国債券に比べボラティリティが低い中国のソブリン債は、ここ10年間でリスク調整後の高いリターンを達成し、低い相関を示してきました。

グローバルな枠組みの中で中国国債はいまや新興国市場というより先進国市場の債券に匹敵すると考えています。しかし、世界最大の先進国債券市場に影響を及ぼし、リスクオフ局面でポートフォリオのヘッジ効果を低下させる大きな動きがいくつか見られます。我々はこうした動きについて検討し、中国に及ぼす影響は異なる可能性があることを説明します。

また、中国のオンショア市場の開放が2001年の中国の世界貿易機関（WTO）加盟に並ぶ世界の債券市場の「ビッグバン」に匹敵することについても議論します。経常黒字の構造的縮小に見舞われている中国は、将来の成長資金を確保し、製造業のバリューチェーンを見直し、人民元の国際化を推進するためにこれまで以上に外資を必要としています。中国が輸出主導経済からの脱却を目指す中、オンショア債券市場の開放という歓迎すべき政策は外国人投資家に恩恵をもたらす可能性があります。

最後に、セーフ・ヘイブンとしての中国債券という投資テーマにおける情報リスクと価格リスクについて検討します。中国経済はコロナ後の力強いV字回復を謳歌していますが、当局が政策の崖を避けながら金融リスクと資産バブルのリスク低減という困難な政策に取り組むことで、成長の勢いは今年後半には先細りすると予想しています。我々は底堅いファンダメンタルズや良好なバリュエーションに加え、現在予定されている中国国債の指数組み入れという構造的な追い風について検討します。これらはすべてオンショア市場への海外資金の流入を後押しすることになります。

グローバルソブリン債：「実質」利回りマイナスの意味

世界金融危機後に世界の主要中央銀行が世界経済の浮揚に向けて相次いで打ち出した量的緩和（SE）の継続により世界的に債務は膨れ上がり、経済成長は滞り、根強いデフレがもたらされています。多額の債務負担、人口の高齢化、持続的なデフレなどの構造的要因により世界のソブリン債の利回りは着実に低下し、12兆8,700億米ドル（82兆元）を超える債券の利回りがマイナス圏に沈んでいます（図2参照）。名目利回りは極めて低く、実質利回りはすでにマイナス圏にあり、米国債、ドイツ国債、日本国債、英国債（ギルト債）など伝統的にセーフ・ヘイブンとされてきた債券ではもはやリスクオフ局面でポートフォリオをヘッジすることはできません。「低金利局面は長引く」との見方が広がっていることも利回り志向の年金基金や生命保険会社には大きな試練となっています。

コロナ禍のショックがこうした傾向に拍車をかけ、世界各国で大規模な金融財政政策が発動されました。主要中央銀行は金利を引き下げ、QEプログラムを実施するだけでなく、非伝統的な手法や新たな戦術も取り入れています。金融市場の下支えや追加経済対策の財源確保を目的とするイールドカーブコントロールや現代貨幣理論（MMT）、平均インフレ目標といった手法です。こうした市場介入は例外というよりいまや当たり前となっており、これにより国債のバリュエーションは歪められ、マクロ経済指標や経済状況を示すバロメーターとして債券利回りが従来から果たしてきた役割は低下もしくは形骸化しつつあります。

主要中央銀行における協調的なQEもソブリン債市場間の相関を強め、債券投資家による債券リスクの分散を一段と困難にしています。こうした介入は政府の意図しないシクリカルなインフレをもたらし、

イールドカーブの急激なスティープ化を引き起こす可能性があります。いずれ政府は金融リスクや大規模な刺激策と大幅な債務の増加による弊害に直面すると見込まれます。しかし中国政府は例外といえます。

際立つ中国の利回り

中国では新型コロナウイルスの感染がうまく封じ込められた結果、中国人民銀行には他国に比べ規律を失わずに慎重に経済対策を運営する余地が生まれました（図3参照）。実際に中国人民銀行では昨年からすでに政策の正常化に乗り出しています。中国10年国債利回りは感染拡大のピーク局面であった2020年4月に2.4%まで低下しましたが、その後はコロナ禍以前の水準である3.1%まで戻っています（図4参照）。中国人民銀行の慎重な金融スタンスにより、代替的なセーフ・ヘイブン資産としての役割を含め、中国のソブリン債の魅力は一段と高まっています。

しかし、中国国債の利回りは足元下げ渋っています。中国経済は2006年以降2桁成長から1桁台半ばの成長に鈍化しているにもかかわらず、10年債の利回りは2006年以降3%台前半から半ばのレンジで推移しています。これに対し、米国、英国、日本、ドイツなどの先進国のソブリン債利回りはここ15年間一貫して低下してきました（図4参照）。

先進国とは異なり、中国のソブリン債利回りと経済成長率の相関は強くありません。その理由は中国の独特な金融政策にあります。以前に議論したことがありますが、中国人民銀行は価格（すなわち金利）よりも、量的手段（融資総量等）を重視した政策運営を行っています。[4]

世界の債券利回りは着実に低下

図 2:ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合マイナス利回り債指数の時価総額

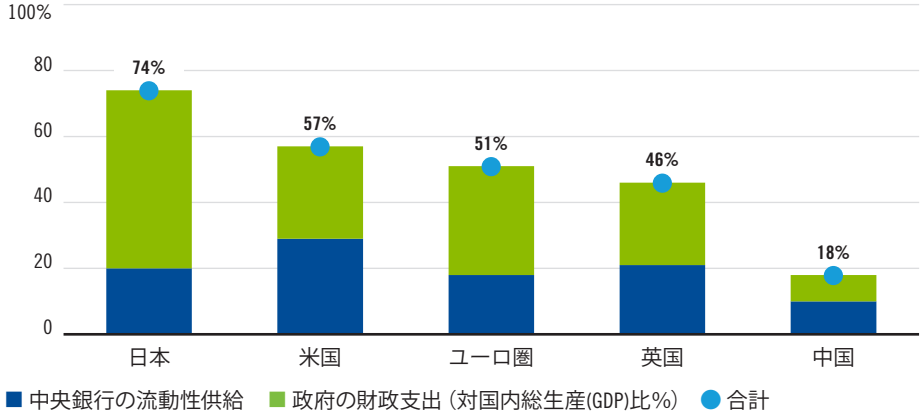
2018年1月2日－2021年6月7日

出所：ブルームバーグ。各インデックスは運用されているものではなく、また、これらインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。データ出所に関する詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

コロナ禍の中国の財政規律

図 3:コロナ対策としての世界の金融財政政策

2020年2月－2021年5月

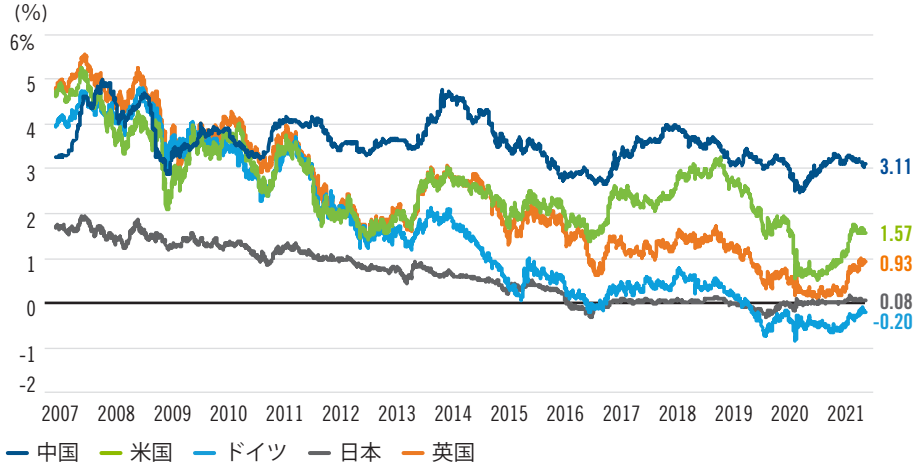


出所：コーナーストーン・マクロ

トレンドに追随しない中国国債利回り

図 4:世界の10年国債利回り

2007年1月1日－2021年6月7日



出所:マクロボンド、米国財務省

ゼロ利回りの引力

グローバルな債券投資家は、先進国債券の利回りが上昇して中国債の利回りに追いつく可能性や中国国債の利回りが他国並みの低水準に押し下げられる可能性を注視すべきです。構造的な観点から見て、多額の債務負担、人口の高齢化、デフレ圧力により、中国だけが長期にわたりゼロ金利の引力から逃れられるとは考えていません。JPモルガン・リサーチによると、中国は現在、政府債務がGDPの250%を超えながらゼロ金利を免れている唯一の国です。しかし、こうした例外がいつまでも続くことはありません。中国の政府債務はGDPの300%近くに達しており、公的借り入れの約70%は利払いに充てられています。このため、高金利に耐えうる余裕は中国には無く、今後数年間で金利は低下し、ゼロに近づくと予想しています。

中国の「ビッグバン」：オンショア債券市場の開放

中国が国内債券市場を開放する前は、多くのグローバル投資家は中国の著しい成長を取り込む手段として新興国市場における商品輸出国のソブリン債を活用していました。海外投資家向けの新たなチャンネルとして2016年に中国銀行間債券市場（CIBM）、2017年に債券通（ボンドコネクト）が開設され、2019年にオンショア中国国債がブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスに採用されると、海外からの資金流入ペースは加速しました。続いて2020年にJPモルガン・ガバメント・ボンド・エマージング・マーケッツ・インデックスに組み入れられたほか、2021年10月からFTSE世界国債インデックス（WGBI）にも採用される予定です。今のところ、中央銀行の準備金運用と利回りの分散を求めるソブリン・ウエルス・ファンドが中国のオンショア債券に投資する主な海外投資家となっています。しかし、バリュー志向のアクティブ運用の債券投資家は中国の高い利回りに魅了されており、我々の推定では今後2、3年間で中国国債の指数採用により中国債への海外資金の流入は4,000億米ドル（2兆6,000億元）に達する可能性があります。

> 昨年は海外資金の流入が活発化しましたが、中国の金融市場はなおグローバルな資本からやや隔離されています。中国の債券市場に関する2020年7月のFTSEラッセルの報告書によると、外国人投資家の保有は国債に集中し、保有比率は中国のソブリン債市場全体で9%程度ですが、オンショア債券はおよそ３％にすぎません。[5]

消費主導の成長にシフト

中国市場の開放は戦略的に設計されており、負債依存の近代化や輸出主導の製造業から脱却し、国内のイノベーションによる内部成長と消費主導の経済を目指すうえで自然な成り行きといえます。中国は人口の高齢化、非効率な資本配分、輸出の制約となる地政学的な逆風により成長面で試練に立たされており、金融市場を改革し、資本配分を最適化する必要があります。中国が生産性を向上させ、高度なバリューチェーン産業で他国と競争することができなければ、「中所得国の罠」に陥る可能性もあります。

昨年は海外資金の流入が活発化しましたが、中国の金融市場はなおグローバルな資本からやや隔離されています。中国の債券市場に関する2020年7月のFTSEラッセルの報告書によると、外国人投資家の保有は国債に集中し、保有比率は中国のソブリン債市場全体で9%程度ですが、オンショア債券はおよそ3%にすぎません。[5]一方、米国債とユーロ圏の国債について、外国投資家はそれぞれ25%強保有しています。経済規模からすれば、中国は海外資金を引き寄せるために世界クラスの金融市場を整える必要があります。

市場原理の仕組みを活用

この目標を達成するには資本収支の双方向の流れを開放する必要があります。[6]中国は現在資本流入を奨励する一方、資本流出は厳格に抑制しています。漸進主義を信条とする中国の政策当局は、使命の複雑さのあまり急ぎすぎてコントロールを失わないように警戒しています。資本収支の黒字幅は構造的に減少しているだけに、中国は将来の成長資金を確保し、バリューチェーンを見直し、人民元の国際化を推進するために対内直接投資を増やす必要があります。債券市場の開放は困難な金融改革を推し進める手段のひとつといえます。市場原理に基づく仕組みに移行することで投資家にとっては信用リスクの評価が容易になり、中国も不良債権の拡大を食い止めるとともに、自国のイノベーションへの効率的な投資を通じて生産性の向上を促すことに注力することができます。

我々は中国のオフショア市場の開放は中国の2001年の世界貿易機関（WTO）加盟に並ぶ世界の債券市場の「ビッグバン」に匹敵すると考えています。中国の債券市場における外国人投資家の保有比率が米国並みの25%程度にまで上昇すれば、海外からの資金流入は4兆米ドル（26兆1,000億元）に達する可能性があります。中国が国内の個人投資家に段階的に海外投資を認めれば、海外への資金流出も数兆ドルに達する可能性があります。これらの金額は世界の債券市場に大きな影響を与えうる規模です。

米国と中国が海外資金を奪い合う可能性があり、中国人民銀行は頻繁に為替レートや市場金利を調整する必要に迫られるでしょう。

中国のソブリン債のケース：高利回りと安全性

投資機会の分析において、我々は、マクロ志向、バリュー志向の投資家としてまず情報リスクと価格リスク双方を評価します。情報リスクの評価にはファンダメンタルズ分析を深堀りし、我々のテーマの土台が覆される可能性があるかどうかについて分析します。価格リスクの評価にはバリュエーション・アノマリーの理解が必要になります。一連の経済、政策面の不確定要素やESG（環境・社会・ガバナンス）リスクを含めて中国のソブリン債のファンダメンタルズのより深い理解に向けては**「主なリスクとその軽減」**の欄をご参照ください。

中国国債は2020年4月に高値をつけた後2020年11月にかけて下落しました。それについての我々の分析は以下の3点です。

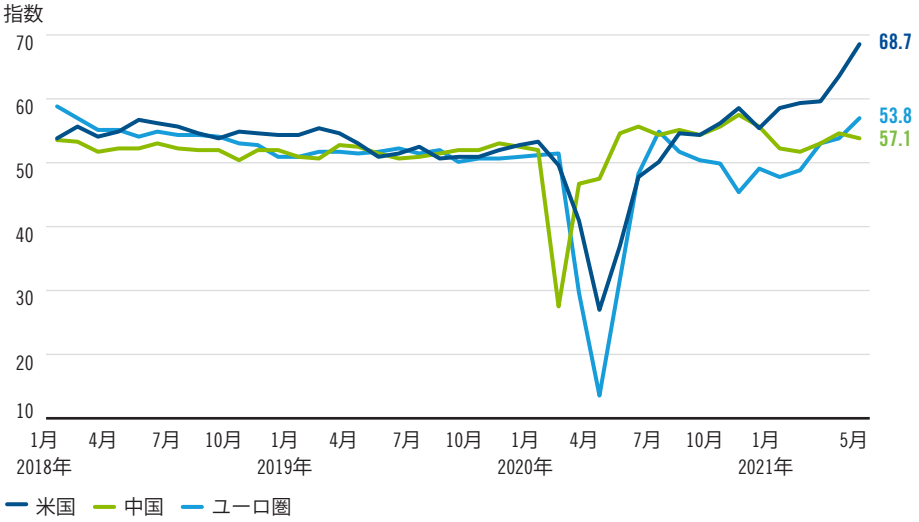
- 中国は他の地域よりいち早くロックダウンから立ち直り、いまも他の国を脅かしている新型コロナウイルスの感染再拡大を概ね回避できています。その結果、製造業購買担当者景気指数（PMI）の生産項目に見られるように経済活動は2020年初頭から急回復し、債券利回りもいち早く正常化しました。
- 中国の財政赤字が4～5%増加したため、財政赤字の穴埋めに国債、政策銀行債、地方特別債の発行が急増しました。こうした供給増と投資家の需要のギャップが拡大しました。
- 中国人民銀行は金融緩和を打ち切り、金融政策を正常化することを示唆しています。今後の債券市場の動きはコロナ後の回復を経て中国経済がどのように推移するかにかかっています。

成長鈍化

中国経済はV字回復を遂げたものの、景気回復には跛行性があり成長ペースは今年は鈍化する可能性があります。これは中国当局が政策の正常化に加え、政策の崖を避けながら金融リスクの低減に再度注力すると見込まれるからです。成長のけん引役をインフラや不動産への投資から消費、サービス、製造業の投資にシフトさせるという難題に政策当局の関心は集中すると予想しています。今年7月の中国共産党創立100周年記念を前に、新型コロナウイルスの感染が再拡大するか、現状の改革に躊躇するようなことがあれば、引き締め政策のペースや規模に影響が出る可能性があります。また、財政再建、信用の伸び率鈍化、資産バブルや地方政府の隠れ債務の解決に向けた慎重なマクロ政策が今年後半には成長の足かせになると考えています。

急回復する中国景気

図 5:HISマークイット、製造業購買担当者景気指数（PMI）生産指数、季節調整済み
2018年1月－2021年5月



出所：マクロボンド、IHSマークイット、Archival St. Louis Fed (ALFRED)。各インデックスは運用されているものではなく、また、これらインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。データ出所に関する詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

ファンダメンタルズが支援材料：先進国市場の強み

中国債券市場は中国経済の先行きが力強く着実なことに加え、底堅いファンダメンタルズや構造改革に支えられており、外国人投資家には魅力的な投資対象となっています。他の新興国市場のソブリン債につきものの弱点や脆弱性の多くが中国のオンショアのソブリン債は見られず、中国国債が新興国市場のリスクプレミアムに見合うかどうかについては疑問の声が上がっています。むしろ中国国債は新興国債券というより先進国債券に属すると考えています。こうした見方を裏付けるように、人民元は「新興国市場通貨」として唯一国際通貨基金（IMF）の特別引き出し権（SDR）の価値を決める構成通貨に採用されています。SDRはIMFが加盟国の正式な準備資産を補完するための国際準備通貨です。

魅力的なバリュエーションと利回り：一段の価格上昇の余地あり

中国のオンショアソブリン債の利回りは世界の先進国のソブリン債に比べ魅力的な水準にあると考えます。また、中国経済の力強い回復により先進国のソブリン債に対するスプレッドもここ10年間で最も大きく広がっています（図6参照）。利回りが3.1%程度で推移している中国債はリスク・リターンが非対称の状態にあり、下値リスクが限られる一方、大きな上値余地があります。

日本国債とドイツ国債は利回りがゼロ近辺で推移しており、2020年第1四半期に下値リスクのヘッジ機能を果たすことができませんでした。次回の景気後退局面ではディフェンシブ資産としての伝統的な役割は限られる可能性があります。中国国債は質の高いディフェンシブ資産として魅力的な代替手段になり得ると考えています。

その他の魅力的な特徴

優れたファンダメンタルズ、魅力的なバリュエーションと利回りに加え、中国のソブリン債にはほかにも魅力的な特徴がいくつかあります。

中国債券の特徴

良好な債務返済状況

中国債券には債務の返済能力と返済意思が高いという特徴があります。一部の投資家には企業倒産の先行きが懸念材料ですが、それは市場が成熟しつつあり、信用リスクをより厳格に織り込み始めている証拠であると考えています。さらに、中国の国際収支を見ると、中国は依然純債権国であり、FTSEラッセル・リサーチによると、対外純資産はGDPの約15%と高水準に達しています。[7]

高い信用格付け

中国の債券市場の信用力は同国の「A＋」という格付けに反映されています。中国の債務は、主に生産性の向上や将来の成長の後押しを目的として国内貯蓄を消費から長期投資に再配分することで増加してきました。洗練された鉄道網により支えられている現代的な「スマートシティ」クラスターはその一例です。

安定した債券保有者構造

FTSEラッセルの調査報告書によると、中国国債の3分の2は国内の商業銀行によって保有されており、彼らは通常満期まで保有します。[8]中国国債の保有は外国人投資家に依存しておらず、ボラティリティも抑えられています。

債務の対GDP比率が低い

高い貯蓄率、健全な国際収支、豊富な外貨準備を背景に政府債務の対GDP比率はなお比較的低水準にとどまっています。

良好な需給要因

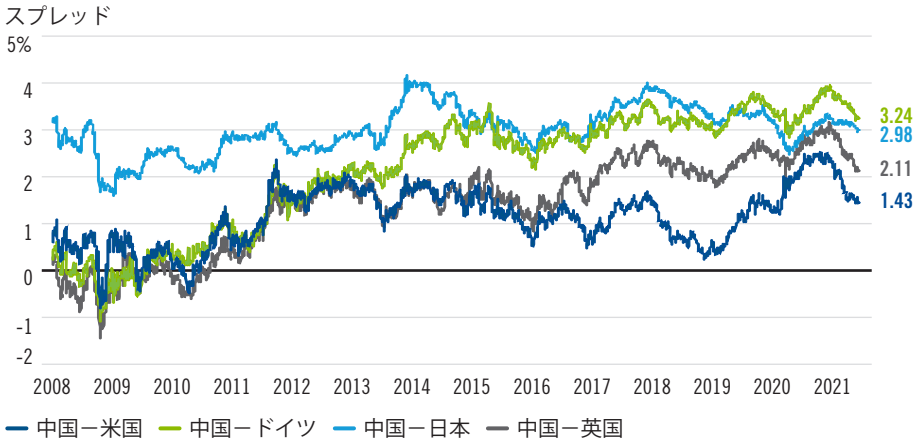
中国は2020年主要国の中で唯一プラスのGDP成長率を維持しました。世界需要の低迷からインフレはなお沈静化しています。このように底堅い経済成長に低インフレが重なり、中国人民銀行による金融政策の柔軟性は増し、過剰な金融緩和を回避することも可能になりました。金融政策の正常化と財政再建を背景に国債発行も減少しています。

市場原理に基づく金融政策

中国人民銀行の金融政策は市場原理型に近づきつつあり、融資総量や流動性管理から金利操作に重点を置くスタンスに進化しています。2019年まではレポ金利が中国人民銀行の金融政策の主な指標でした。いまでは最優遇貸出金利（ローンプライムレート(LPR)）と中期貸出制度（MLF）が政策金利の役目を果たしています。我々はこれらの政策金利などに注目しながら中国人民銀行の金融スタンスを読み解いています。

中国国債のイールドスプレッドの拡大

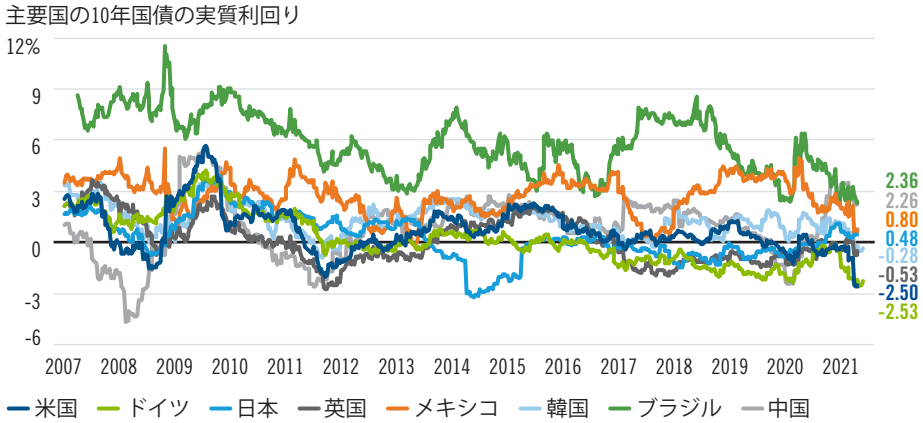
図 6:中国と主要先進国の10年国債の利回り格差
2008年1月－2021年6月



出所:マクロボンド、米財務省

中国国債はボラティリティが低く、利回りは堅調に推移

図 7:主要国の10年国債の実質利回り
2007年1月－2021年5月



出所：マクロボンド

リスク・リターンのバランスの良さ

図 8:様々な資産クラスのリスク調整後長期リターン
2010年1月－2021年2月

	年率リターン%	年率標準偏差%	リスク調整後リターン%
中国国債	3.6	3.2	1.11
S&P500	14.0	14.0	1.00
米国国債	3.3	4.5	0.72
米国ハイイールド債	7.5	12.1	0.62
米国投資適格債	5.6	6.7	0.83
新興国債券指数グローバル	6.3	10.0	0.63
現地通貨建て新興国債券	2.3	13.8	0.17
新興国株式	5.2	25.9	0.20
新興国通貨	0.6	9.0	0.07
MSCI EMアジア	8.0	25.6	0.31
米ドル建てアジア社債	5.9	8.6	0.68
世界国債	2.4	6.8	0.35

出所:JPモルガン・リサーチ

先進国と新興国の組み合わせの良さ
中国のオンショアソブリン債は他の新興国債券や先進国債券に比べて強みがあります。世界第2位の債券市場を誇る中国は実質利回りがまだ高く、一部の新興国債券に見劣りしません（図7参照）。一方で、中国市場は外国人投資家への依存度の低さや償還期限の短さから他の新興国に比べ概ねボラティリティが低い状態にあります。

歴史的に見て高いリスク調整後リターン
ここ10年間を見ると、中国国債への資金配分はグローバル債券ポートフォリオのリターンの向上とボラティリティの低下を通じてリスク調整後リターンの押し上げに寄与してきました。中国国債は2010年以降多くの資産クラスを上回るパフォーマンスを示すと同時に、主要債券市場ではリスク調整後ベースでトップクラスのリターンを達成してきました（図8参照）。

低い相関と潜在的な分散効果
米国、ドイツ、日本、英国などの主要先進国の債券市場が相関を強め、分散効果の面で試練を迎えているのに対し、中国は他の大半の債券市場との相関が低いという特徴があります（図9参照）。さらに、ブラジル、メキシコ、南アフリカ、インドなど新興国市場間の相関は大幅に高まっています。

中国のソブリン債：歓迎すべき代替手段

ここ10年間でポートフォリオ内のセーフ・ヘイブンとしてのソブリン債の利用価値は着実に低下してきました。構造的な要因による圧力から、世界の債券市場の利回りは低く、ゼロもしくはマイナス圏に沈んでいます。中国のソブリン債は、先進国債券に比べ高い利回りと新興国債券に比べボラティリティが低いという安全性を有し、利回りとセーフ・ヘイブン効果を追求する債券投資家に魅力的な投資機会となっています。ここ10年間でリスク調整後リターンの高さと相関の低さから中国のソブリン債が持つポートフォリオの分散効果は一段と高まっており、グローバル債券ポートフォリオにおける配分比率も引き上げられています。

中国国債は相関が低く、分散に有効

図 9:主要国債市場における現地通貨建て債券の週間リターンの相関
2010年1月－2021年2月

	中国	インド	メキシコ	南アフリカ	米国	ドイツ	日本	ブラジル	英国
中国	1.00	0.12	0.18	0.08	0.22	0.20	0.14	0.09	0.21
インド	0.12	1.00	0.18	0.11	0.16	0.14	0.07	0.15	0.15
メキシコ	0.18	0.18	1.00	0.47	0.43	0.30	0.31	0.41	0.36
南アフリカ	0.08	0.11	0.47	1.00	0.10	0.10	0.11	0.42	0.12
米国	0.22	0.16	0.43	0.10	1.00	0.74	0.50	0.20	0.78
ドイツ	0.20	0.14	0.30	0.10	0.74	1.00	0.47	0.14	0.75
日本	0.14	0.07	0.31	0.11	0.50	0.47	1.00	0.16	0.46
ブラジル	0.09	0.15	0.41	0.42	0.20	0.14	0.16	1.00	0.19
英国	0.21	0.15	0.36	0.12	0.78	0.75	0.46	0.19	1.00

出所:JPモルガン・リサーチ

中国のオンショア債券市場における外国人投資家の保有比率がなお低いことは注目に値します。この傾向は長期的構造的な追い風となり、近々予定されているFTSE世界国債インデックス（WGBI）への組み入れ開始をきっかけにさらに追い風は強まる見通しです。中国が慎重な金融政策や、オンショア債券市場の開放と外国人投資家の奨励に向けた継続的な取り組みを行っていることは歓迎すべき動きです。こうした好ましいマクロ政策を背景に中国国債は長期的に魅力的な投資機会を提供すると考えています。

中国のソブリン債:主なリスクとその軽減

中国のオンショア債券市場はグローバルな投資家にポートフォリオの分散投果と潜在的なリターンを高める機会を提供します。しかし、中国市場もリスクと無縁ではなく、中国特有のリスクもあり、慎重に検討する必要があります。

債務負担のリスク

主なリスクは世界金融危機以降の融資依存の投資ブームに起因する巨額の債務にあります。しかし、こうしたリスクはリスク低減やサプライサイドの改革により対処されつつあります。影の銀行（シャドーバンク）による融資は減少に転じ、その後も減少傾向にあります。中国は引き続き金融の安定化を堅持しつつ国有企業債券のデフォルトを容認しています。政府債務の比率は比較的低く、政策当局は金融市場をコントロールする手段を数多く持っていることから、国有企業債券のデフォルトが深刻なシステムリスクになるとは思えません。

政策リスク

積極的なリスク低減政策の再開により社債のデフォルトが増加し、中国債券が幅広く売られる可能性もあります。しかし、我々の基本ケースシナリオとして、中国人民銀行は政策の崖を回避し、市場の安定を確保できると考えています。

為替リスク

中国のオンショア国債への投資には為替リスクが伴います。足元の改革により外国人投資家による為替デリバティブの利用は改善しており、為替リスクのヘッジに寄与しています。市場に与えるダメージの大きさに鑑みると、資本管理を含む突然の政策変更が実行されるリスクは極めて低いと考えます。

新型コロナウイルスの感染再拡大のリスク

再び新型コロナウイルスによるショックに見舞われれば、国内経済や新興国市場経済に影響を及ぼす可能性があります。中国のワクチン接種率は極めて低い水準にあります。新型コロナウイルスの感染が再拡大した場合、投資家はグローバルなサプライチェーンや中国の輸出に及ぼす影響のみならず、中国による他の新興国向けの融資で損失が発生する可能性についても検討する必要があります。

ESGリスク

中国は人権、汚職、汚染の問題から環境・社会・ガバナンス（ESG）の評価では低いスコアにとどまっています。しかし、政策当局はこの面でも改善を進めています。

- **環境：**中国は地球温暖化防止の国際枠組み「パリ協定」に加入し、2060年までにカーボン・ニュートラルを達成するとともに、2025年までに二酸化炭素（CO2）排出量のピークアウトを目指すと宣言しました。中国はエネルギー構成を石炭から太陽光や風力などのクリーンエネルギーに徐々にシフトさせています。ソシエテ・ジェネラルの調査によると、中国は太陽電池モジュールで72%、リチウムイオン電池で69%、風力タービンで45%のシェアを持つなどグリーンサプライチェーンでは圧倒的な地位にあります。[9]また、中国はここ20年間で輸送網を改良し、大胆な減税や政府補助金を通じて電気自動車業界を発展させるなどエネルギー効率も大きく改善させています。中国はグリーンボンドの最大の発行体でもあります。
- **社会：**中国は人権問題で大きな非難を浴びていますが、全国規模で貧困の削減に取り組んできたと発表しています。ソシエテ・ジェネラルの調査によると、ユネスコの統計では中国の識字率は2018年時点で96.84%と2010年から1.7ポイント上昇しています。
- **ガバナンス：**ソシエテ・ジェネラルによると、数年間に及ぶ「反腐敗」運動により10万人以上が起訴されました。[10]中国は法の執行における適正手続きの改善を迫られています。都市、沿岸部、地方の発展度合いの格差も縮小しています。政策当局は引き続き都市への人口移動を奨励するとともに、貧困地域における教育資金の提供及び医療と輸送インフラの拡充等に取り組んでいます。

長期的な利回り水準は通常長期的な成長力と正の相関にあることから、グリーン社会への移行に伴い生産性の伸びが維持されれば、中国債券の利回りは高めの水準を維持できると考えます。

市場の透明性と流動性リスク

中国の債券市場は依然細分化されており、銀行間債券市場の規模が最大で取引所債券市場が続きます。この2つの市場はそれぞれ別の取引システムを持ち、参加者や債券の種類も異なるため、互換性がありません。規制の枠組みも細分化されています。バイ・アンド・ホールドの商業銀行が主な投資家となっており、流動性には課題が残ります。為替リスク、金利リスク、信用リスクをヘッジするデリバティブ手段も十分ではありません。

地政学的リスク

一部の中国株の上場廃止や年金基金への投資規制も地政学的リスクになります。米国のバイデン政権は中国に対して友好的とはいえないものの、前大統領に比べ予測はしやすく、慎重な姿勢で臨むと思われます。バイデン政権のチームは中国に対してテーマごとに戦略を使い分ける可能性があります。貿易、投資、金融サービスでは競争し、テクノロジー、地域情勢、人権では敵対し、新型コロナウイルスの抑制、気候変動、核拡散では協調するといったスタンスです。バイデン大統領は同盟国に対し共同戦線を張り、WTOやその他の国際機関と再び連携を強めるとみられます。バイデン大統領は科学、テクノロジー、教育、インフラへの国内投資を拡大する可能性がありますが、中国も米中関係のデカップリング（分断）の影響を最小限に食い止めようと引き続き他の貿易相手国と協調する可能性があります。

民間部門のイノベーションを育む中国の銀行

デズモンド・スーン、CFA
ウエスタン・アセット
アジア（除く日本）運用責任者/ポートフォリオ・マネージャー

スゥイーチン・リム
ウエスタン・アセット
ポートフォリオ・マネージャー

2020年は債券市場にとって波乱の一年となりましたが、中国だけは別格でした。高成長と高利回りを背景にオンショアの中国国債への海外資金の流入が過去最高を記録し、質の高い準ソブリン債とみなしうる政策銀行債にもそれに近い規模の海外資金が流入しました。[11]特に中国のオフショアの債券市場では中国の大手商業銀行の債券も検討に値すると考えています。ハードカレンシー建ての中央銀行債の発行は限られているのに対し、中国の大手商業銀行は多くの米ドル建て債券を発行しており、我々もグローバル債券ポートフォリオに組み入れています。

中国の現地通貨建て債券の外国人保有率は5%に満たず、長期に亘る政府の資本規制によりその比率は意図的に低く抑えられてきました。しかし、段階的に資本市場に関する規制は緩和されてお り、ここ15年間で外国人投資家は現地通貨建て債券を保有しやすくなっています。

中国の6大銀行（図10参照）の債券は、中国のソブリン債や将来の経済成長に連動する代替的な投資手段になると考えています。中国の巨大な銀行システム（世界最大）は中国の政策当局がマクロ経済戦略を実行する際に直接的な役割を果たしています。この章は個別の銀行債の詳細について読み解くのが目的ではなく、中国の銀行システムの設計思想や中国の将来の成長の再形成に向けて中国の銀行が果たす役割について理解していただくことが目的です。

2025年までに国民の過半数近くを中間層に引き上げることが中国の主な目標のひとつです。その一環として中国の政策当局のトップによる「窓口指導」があり、窓口指導を通じて個人向けと企業向けの銀行融資の配分を指示しています。しかし、政策当局は銀行に対しこれまでのようなアプローチは取らないと明言しています。生産性が低い国有企業はもはや苦境から脱すために追加資金を借入れることはできません。（負債依存のイノベーションではなく）オーガニック・イノベーションを通じて成長をもたらしうる民営企業に融資を振り向け直すほうが得策と判断しています。これは歓迎すべき第一歩ですが、こうした特にデフォルト率が高い小規模零細企業への融資は新たなリスクをもたらします。ただ、組織的に重要な国有企業に多額の融資を行っている中国の6大銀行がこうしたリスクに対処することは可能と考えます。

まずは中国の最近の事例を理解すれば、政策当局がどのように銀行融資を振り向け直しているかが理解しやすくなります。銀行は世界金融危機の際に中国経済に莫大な資金を供給しました。結果的に多くの融資が無駄になりました。銀行融資の目的はもはや新たなGDP目標の達成に向けて融資額を増やすことにはあ

中国の6大銀行の共存

図 10:中国の6大国有銀行
2021年3月31日時点

銀行	総資産（兆米ドル）	総資産（兆人民元）
中国工商銀行	5.2	34.4
中国建設銀行	4.5	29.4
中国農業銀行	4.3	28.5
中国銀行	3.9	25.8
中国郵政儲蓄銀行	1.8	12.0
交通銀行	1.7	11.2

出所：各金融機関の2021年第1四半期財務諸表

りません。中国人民銀行は過剰に信用を供給するのではなく、中国の将来を見据えてより効率的とされる信用供与手段を展開し、融資を戦略的に重要なセクターや企業に振り向けています。国有企業も蚊帳の外に置かれているわけではありません。国有企業は戦略的なセクターや中国の付加価値の高い製造業のサプライチェーンで重要な役割を維持しています。しかし、銀行は以前にも増して国有企業を中国の民営企業と同様に扱うように指導されています。

中国の巨大な銀行システム

中国の債券市場は18兆米ドル（118兆元）と間違いなく巨大であり、世界第2位の規模を誇ります。[12]しかし、市場としてはかなり未熟です。例えば、2000年は社債の発行体は25社に満たず、債券の発行残高も2,860億米ドルにすぎません。[13] 中国の足元の債券市場を中国の40兆米ドル（263兆元）の銀行市場と比較すれば、中国の銀行システムがいかに（米国やEUをしのぐ）世界最大規模であるかがわかります。

4,500を超える金融機関で構成される銀行システムの頂点として中国人民銀行は中国の金融政策を運営するだけでなく、銀行に「窓口指導」を行っており、中国人民銀行が戦略的に重要と考えるセクターや企業に銀行は信用を供与しています。窓口指導はアジアでよく知られた業界慣行であり、政策当局が行政上の手続きを省いて銀行の融資行動に直接影響を及ぼす非公式な手段です。第2次大戦後の日本経済の著しい復興にも窓口指導は重要な役割を果たしました。.[14] 中国の政策当局は頻繁に対話（対面もしくは電話）して商業銀行に指導しており、例えば特定のセクターや企業を対象に低利の融資や特別な補助金を受けられるようにしています。

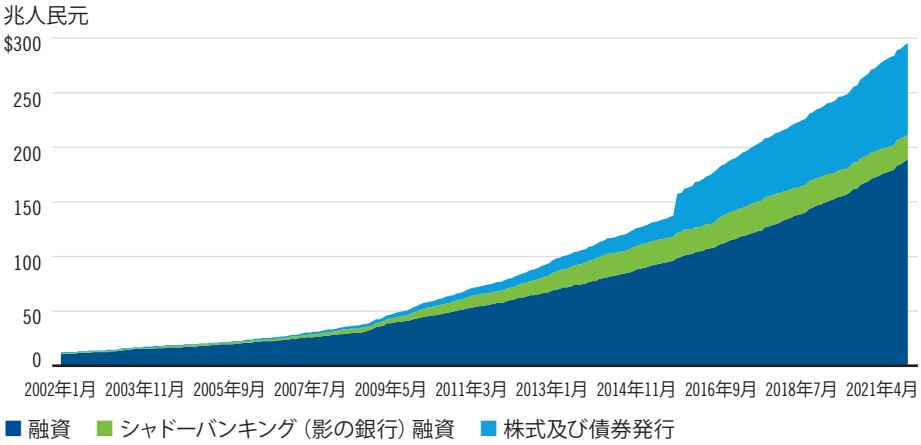
また、図11に示すように、中国の社会融資総量（TSE）では銀行融資が過半を占めています。独自の流動性指標であるTSEは、中国経済に供給された新たな流動性（クレジット・インパルス）の総額を示したもので、算出範囲は国内の金融システム全体に及びます。当局はこれを信用政策の基準として用いており、中国人民銀行による金融政策の運営にも活かしています。

中国の信用供与額は新型コロナウイス対策として2020年に急増し、TSEの新規資金は5兆米ドル（32兆8,000億元）と2019年の3兆7,000億米ドル（24兆2,000億元）から35%増加しました。[15] 中国の信用拡大はGDP成長率を上回っており、国際金融協会（IIF）は、中国の債務総額は2020年にGDPの335%近くと過去最高を記録したと推測しています。[16]銀行の新規融資の規模が2020年は3兆米ドル（19兆6,000億元）[17]に達しており、中国人民銀行の窓口指導を検証することが重要と考えます。

社会融資総量（TSF）：中国の流動性指標

図 11:中国の社会融資総量の残高

2002年1月－2021年４月



出所:中国人民銀行、マクロボンド。中国人民銀行は2018年から社会融資総量の算出方法を変更し、預金金融機関の資産担保証券、償却済み融資、地方特別債を含めました。シャドーバンキング（影の銀行）の資産には非開示の銀行引受手形、信託貸付、委託貸付、預金企業の資産担保証券が含まれます。

社会融資総量（TSF）:中国の流動性指標

中国の社会融資総量（TSF）は、主に2008年の世界金融危機後の拡張的な金融財政政策を受けて2010年に胡錦濤・温家宝体制の下で設定されました。当局は流動性指標としてTSFを用いて金融政策の運営に活かしています。

TSFは新規の銀行融資、特定期間に発行された株式、債券による調達額から返済額を差し引いたもので、クレジット・インパルスに似た指標です。

TSFにおける資金の供給先と供給元はすべて国内の中国企業であり、海外からの直接投資や債務は含まれていません。また、中国のソブリン債も財政のカテゴリーに入ることから、含まれていません。

債務拡張の代償

中国の政策当局は今後も一部の国有企業の債務依存体質を一掃を図ると予想されます。国内外の投資家に対するメッセージは単純明快です。政府は、信用面のファンダメンタルズに問題のある国有企業を救済することはないということです。中国の銀行は融資配分の効率性を改善する必要があります。また、中国人民銀行は銀行に対しより多くの民営企業や小規模企業を育成するよう強く働きかけています。こうした戦略は、市場原理に基づく規律を資本と信用の配分により多く導入することで中国の生産性の伸びを押し上げるというより大きな目標とも整合性があります。

中国人民銀行と中国の6大銀行の今後の見通しの前に、中国の銀行融資の配分がかつてどのようなものであったかをふり返ることにします。世界金融危機の余波が残る中、中国は2008年に4兆米ドル（26兆2,000億元）を投入し、地方政府と国有企業に期間何十年という融資を大量に行いました。2009年から2016年の間に、銀行とシャドーバンク（既存の金融規制の枠組みの外に置かれた影の銀行）は中国経済にできる限りの信用を供与しました。銀行はホワイト・エレファント（無用の長物）の公共工事に融資をし、地方政府は政治色の強い企業に補助金を支給しました。国有企業への一部の融資は無駄に終わりましたが、中国のGDPが増え続ける限り、問題視されませんでした。融資が焦げ付いたとしても、国有企業は国家に救済されるという暗黙の了解があり、銀行は安心していました。

不良資産の洪水に見舞われた政策当局は、銀行の不良債権を中国の金融資産管理会社（AMC）に移管し、そこで不良債権は再編されてサードパーティに売却されるか新たな運用商品として再パッケージ化されました。それでも不良債権は増え続けました。最終的に代償を払うことになり、習近平政権の出番となりました。習近平総書記の当初の改革には反腐敗運動や金融システムの安定に向けた新たな規制などがあり、銀行に対し規律のある市場原理に基づく融資配分を迫る狙いがありました。持続不可能な負債依存の成長である限り、GDPの成長率目標の達成は意味をなさなくなりました。銀行はいまやハイテク部門や国内のサービス部門に効率的な信用配分を行うことが期待されています。これは投資家にとってプラス要因であることは間違いありません。借り手の返済能力や返済意欲を分析する債券投資家にとって規律ある信用配分への転換は明るい材料といえます。

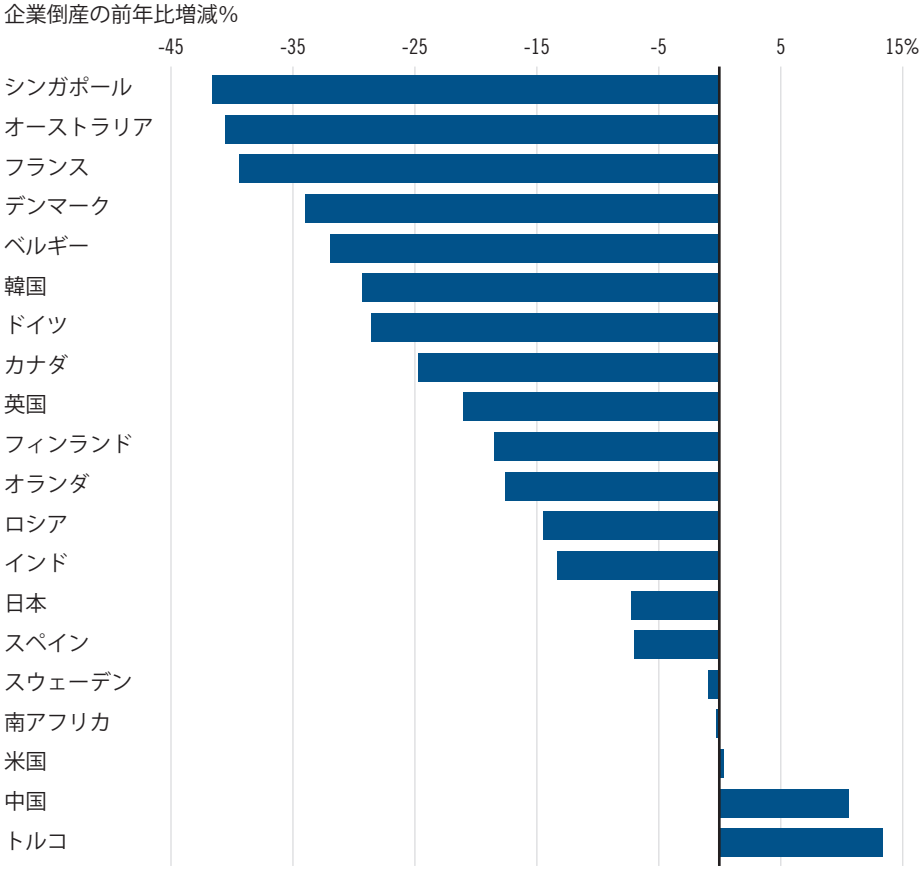
中国のゾンビ企業

2020年は他の国に比べ2つの点で中国経済は際立ちました。コロナ禍にもかかわらず、GDPでプラス成長を確保したことと、企業倒産です（図12）。米国と欧州は緊急経済対策を発動してロックダウンによる倒産を食い止めましたが、中国（及びトルコ）では2019年に比べ倒産が増えました。図13が示すように、昨年の国有企業のデフォルトは新型コロナ ウイルスによるものではないといえます。習政権は2015年から国有企業と地方政府のデレバレッジに組織的に取り組ん できました。中国の金融機関を除く企業債務の大半は民営企業ではなく国有企業のもので、IIFによると中国の企業債 務の85%近くが国有及び国営企業のものです。

際立つ中国

図 12:中国の国有企業の倒産は2020年に加速

2020年12月時点

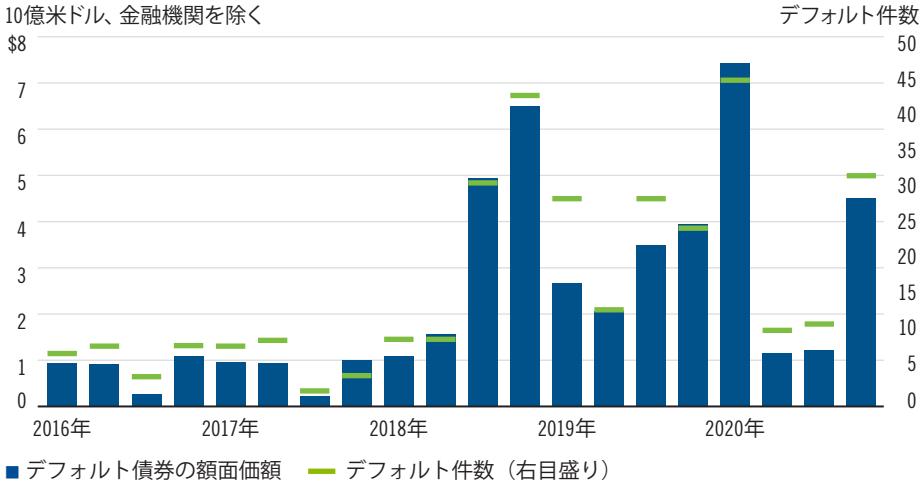


出所：国際金融協会

中国のデフォルトは増加傾向

図 13:国有企業のデフォルトへの容認姿勢を強める習政権

2020年第4四半期



出所：国際金融協会

習政権の改革は供給サイドの構造改革から始まり、中国の2008年の経済対策や大量の銀行融資に依存していた鉄鋼、石炭、セメント、ガラスなどの工業部門が対象となりました。低利融資を拠り所に年間の工業生産は市場の需要を大きく上回っていました。石炭と鉄鋼の価格が急落すると、多くの国有企業が銀行融資や債券のデフォルトの危機に直面しました。習政権の改革は生産のメカニズムに照準を合わせることで業務効率と採算の向上を図るとともに、工業部門に対し環境問題への意識を高める狙いがありました。過剰生産能力を削減した結果、価格は安定し、中国の工業部門は持続可能な成長軌道に戻りました。

2017年には習近平総書記を筆頭とする政治局員25人で構成される中国共産党中央政治局常務委員会は、これまで以上に市場原理を導入し、赤字を垂れ流し負債に依存する国有「ゾンビ」企業の倒産を容認する姿勢を明らかにしました。[18] 国有ゾンビ企業のデフォルトは2018年、2019年と件数、規模ともに大きく拡大しましたが、中国の債券市場の規模に比べれば、デフォルトはまだ軽微といえます。これは急激な変化プロセスを好まない中国政府の意向を反映したものといえます。

国有企業のデフォルト件数は2020年第1四半期に最大となり、コロナ禍からの経済回復を経て2020年11月に再び件素が増加しました。国有企業のデフォルトは政府が管理できている限り中国債券市場にとって望ましいと考えています。政府はファンダメンタルズが健全な国有企業といわゆる国有ゾンビ企業の間で信用力に差が生じることを奨励するとともに、債券投資家と銀行双方に対して規律と適正な判断を促しています。政府は信用面のファンダメンタルズにかかわらず常に国有企業を救済するという中国人投資家の意識を、習政権が変えようとしている結果がデフォルトの増加に表れているといえます。また、借り手の返済能力や返済意欲が高まる可能性もあり、投資家にとっても概ねプラス要因になります。

民間のイノベーションを育む

一部の国有ゾンビ企業は負債を減らすべきと政府が主張し始めており、中国人民銀行も中国の銀行に対し民営企業に適切な融資を行うよう指導しています。これは完全自動運転の工場や自動運転の車に使われるAIや5Gのネットワークなどの強力な技術を活用できる民営企業への融資が特に対象となります。しかし、克服すべき伝統的な慣習も残っており、多くの銀行はなお民営企業より国有企業を優遇しています。中国人民銀行の易綱総裁は2018年の民営企業の資金調達に関する会議で、一部のずさんな政策により民営企業による銀行からの資金調達が難しくなっていることを認めました。[19]中国人民銀行は、銀行融資に関して画一的なアプローチを採用することは避けるとみられます。

政府は信用面のファンダメンタルズにかかわらず常に国有企業を救済するという中国人投資家の意識を、習政権が変えようとしている結果がデフォルトの増加に表れているといえます。また、借り手の返済能力や返済意欲が高まる可能性もあり、投資家にとっても概ねプラス要因になります。

しかし、これは中国人民銀行の融資政策の問題だけにとどまりません。米中の貿易紛争の悪化に端を発する景気減速により大手国有企業は民営企業への返済を遅らせ始めました。国有企業が経営を立て直し負債を返済するには、民営企業を犠牲にしてキャッシュを確保し、融資の返済に回すことが最も安易な方法だからです。中華人民共和国国務院の李克強首相は国有企業は民営企業にただちに返済する必要があるとの厳しいメッセージを送っています。李克強首相はまた債券発行を通じて潤沢な資金を持つ地方政府に対し民間部門のサプライヤーや小規模企業への返済を優先するように指導しています。[20]

民営企業に適切に信用を供与する中国の取り組みは2021年も続いています。中国の銀行規制当局は3月に銀行に対し、中国の新5カ年計画の戦略的重点分野である6Gインフラやクラウドコンピューティングなどの民営テクノロジー企業への融資を増やすように命じています。[21]中国の大手銀行債の投資家にとって民営企業の育成にはリスクがあるものの、メリットもあります。中国では民営企業が企業全体の84%を占め、2018年時点で1,560万社を数えます。[22]中国の優良企業のほとんどは優先的な融資や国による救済を受けていません。2020年の中国の総輸出の54%は民営企業によるものであり、国有企業は8%にすぎません。[23]とはいえ、トップダウン型の指示をもとに小規模零細企業向けの融資を拡大すれば、中国の大手銀行に新たなリスクをもたらすことになり、この点については注視する必要があります。

デレバレッジとともに融資を拡大

中国は2016年から銀行のリスク低減の取り組みを続けています。中国の銀行は不良債権を密かに処理しつつテクノロジー等戦略的分野への新規融資を拡大しています。しかし、これは中小銀行には厳しいものとなっています。

S&Pグローバルでは2018年当時、強力な財務基盤を持つ中国のメガバンク（6大銀行を含む）が中国の高度なイノベーション分野への移行で重要な役割を果たすと考えていました。[24]我々も同じ意見でした。2016年の習政権のデレバレッジ政策により小都市や地方の商業銀行では融資の伸びが大きく落ち込む一方、メガバンクは概ね現状を維持しました（図14参照）。

強力な資本余力があるとはいえ、中国の大手銀行にとって不良債権を抑制することは困難でした。2018年には米国の関税引き上げと習政権の改革により中国のGDP成長率は1990年以来の水準に落ち込みました。融資の返済に苦しむ企業が相次ぐ中、銀行では純利益が横ばいかもしくは落ち込むと同時に不良債権も増加しました。小規模企業向けの融資の30%増額という中国人民銀行の指示は、大手銀行にとっては厄介なものとなりました。[25]

中国建設銀行の最高財務責任者許一鳴氏は、2019年に当局に対して「我々は不良債権を低水準に抑えることはかなり難しいと強く感じています。外的要因や内的理由、重層的な地方政府の問題、その他の圧力があります。」と述べました。[26]あらゆる方面からの圧力を感じながらも、中国のメガバンクらは引き続き不良債権を減らし、慎重に新たな成長資金を供給し、低いながらも持続可能な経済成長を目指す中国の「新常態（ニューノーマル）」に適応しています。

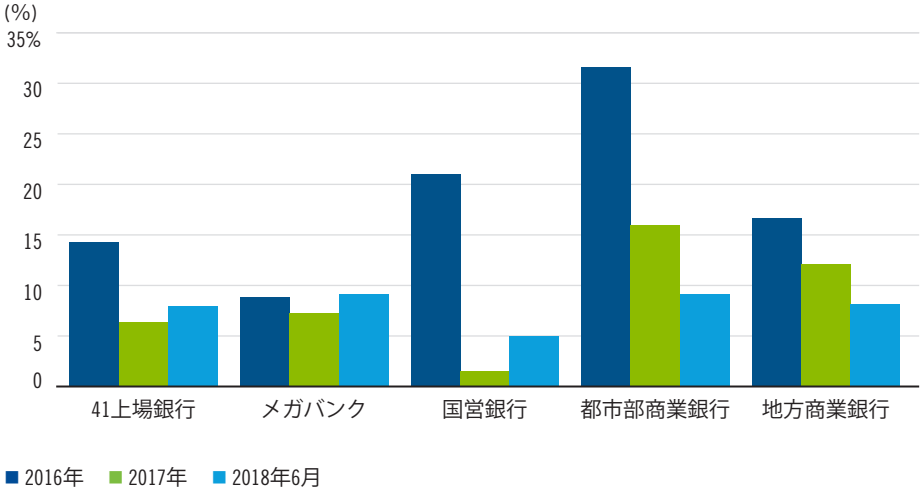
点滴灌漑

中国人民銀行の管轄下にある銀行だけでなく、中国人民銀行自身も微妙な綱渡りを強いられています。今年は過剰融資ですでに債務が膨れ上がっているセクターへの行き過ぎた支援を避けながら景気回復や成長を後押しする必要があります。一方で、中国人民銀行は中国のメガバンク間の資金融通を抑え込みたいと考えています。しかし、中小銀行にリスクをもたらすような過度な金融引き締めは避けたい意向です。多くの小規模銀行は大手銀行からの銀行間借り入れに依存し、不良債権比率も高く、経営能力も高くはありません。中国人民銀行は、流動性の供給手段として、必要な分野に十分な資金を正確に供給できる点滴灌漑方式を用いています。あらゆる分野に資金を広範に供給する従来の「洪水灌漑」とは異なり、中国人民銀行の点滴灌漑方式は銀行の預金準備率を通じて流動性をより正確に供給する仕組みです。例えば、中国人民銀行はメガバンクの預金準備率を引き上げる一方、1,000行に上る県レベルの地方の商業銀行と信用組合の預金準備率を引き下げることで流動性を増やすことができます。欧米の一部の債券運用担当者はこうした手法は伝

メガバンクの融資は現状を維持

図 14:ピアグループ毎の中国銀行の総融資増加率（前年比）

2018年6月時点



出所：S&Pグローバル・レーティング

今後、中国の経済ソリューションは、問題のある分野に資金を投じるというより中国という国家を建て直すということに主眼が置かれると見込まれます。債券投資家の観点からすれば、これは歓迎すべき動きです。

統的な金融政策にそぐわないと懸念していますが、我々は歓迎すべきイノベーションであると考えています。[27]

新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、中国人民銀行は小規模銀行と小規模銀行が融資する民営企業を対象に2019年に初めて導入したファンディング・フォー・レンディングの2つのスキームを再び持ち出しました。小規模銀行の場合、金融市場が混乱すると大手銀行から銀行間借入を行うための優良担保が不足することがあります。中国人民銀行の「再貸出」制度を利用すれば、小規模銀行は小規模企業向けの融資債権を中国人民銀行と直接交換し、現金化することができます。この制度を利用すれば、大手銀行から銀行間借入を行うために担保（政策銀行債など）を手放さずに済みます。「再割引」制度では中国人民銀行が担保として譲渡性預金（NCD）を受け入れることで小規模銀行は中国人民銀行の常設貸出ファシリティ（銀行向けに短期資金を融通する緊急ファシリティ（SLF））を利用することができます。中国人民銀行は2020年に小規模民営企業や、医療器具などのエッセンシャルサービスの生産を支援するために再貸出制度と再割引制度を通じて2,740億米ドル（1兆8,000億元）の融資を実行しています。[28]

2021年以降の展望

銀行が中国経済に果たす重要な役割を理解するには、2021年の中国自身による成長率予測（6%強）とIMFによる強気な成長率目標（8.4%）の比較が参考になります。[29]IMFは無駄な融資や投資の解消という中国の方針を過小評価している可能性があります。中国の銀行は持続可能な成長のけん引役として民営企業にバトンを渡しつつあります。例えば、習近平総書記は科学と技術に関する最近の演説で、研究開発費を増やすだけでは結果は出ないと語っています。[30]代わりに中国もイノベーションを妨げている制度的な障壁を取り除く必要があります。例えば、中国の新5カ年計画におけるR&D支出は前回の5カ年計画を下回っています。今後、中国の経済ソリューションは、問題のある分野に資金を投じるというより中国という国家を建て直すということに主眼が置かれると見込まれます。債券投資家の観点からすれば、これは歓迎すべき動きです。

中国の債券投資に関するウエスタン・アセットの見方は、中国の債券市場はリスク調整後ベースで魅力的な投資機会を提供する可能性があるというものです。中国の資本、為替市場が引き続き成熟し、外国人投資家にさらに門戸を開放することになれば、投資の見通しはさらに改善する可能性があります。また、ファンダメンタルズ面から長期的な価値を見出すという我々の投資哲学の観点からすれば、中国のオンショア市場とオフショア市場の双方で魅力的な価値の機会を発掘できると考えています。

人民元の先行きに影響を及ぼすシクリカル及び構造的要因

テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ

中国が2020年にプラス成長となったことは、グローバルに経済活動が大きく収縮した中にあって非常に印象的なことでした。グローバルにおける生産需要が同国にほぼ集中したことがその成長に繋がりました。大規模な財政刺激策、レバレッジ削減、金融引き締め等の施策によって他国とは一線を画した景気回復を実現しています。また、他国に比べてコロナ禍からの立ち直りが早かったことも寄与しました。これらの要因は足元の景気回復に寄与するだけでなく、この先10年程度同国の経済力を向上させることに寄与すると考えます。今後の同国の発展はグローバルな投資家に大きな意味があると思います。

本稿では、特に米ドルに対する人民元の見通しを述べたいと思います。今後数四半期のシクリカルな人民元の変動要因だけでなく、数年単位の長期的な構造的要因について検証します。同国は世界経済における人民元の決済シェア向上を政策課題としており、外国投資家への債券市場の開放、広範囲の人民元での貿易決済、デジタル人民元の普及などを進めています。これらの取り組みと、高い成長率、管理可能な財政赤字、比較的低位の債務水準（GDP比約60%）、高めの金利水準等シクリカル要因が相まって、短期及び長期に亘る人民元の堅調を支えていると考えます。

人民元の堅調を支えるファンダメンタル要因

2020年、中国は主要国において唯一プラス成長（年率2.3%、IMF調べ）を遂げました。同国がグローバル経済における主要生産拠点となっていることがその成長を支えました。世界の物流が新型コロナウイルスによって混乱する中にあっても、同国は経済の主要素を回復させ続けることができました。同国は財政、金融政策運営も首尾よく立ち回り、財政規律を維持しつつ必要な財政刺激策を実行しました。これは、他の先進国が財政支出や債務水準の悪化等を受けて過度な財政、金融政策を打たざるを得なかったことと対照的です。

こうした動きは2021年も継続しており、コロナ禍からの回復が早かったことによ

中国がコロナ禍において規律ある財政、金融政策を採ったことは、将来に好影響をもたらすと考えます。また、中国人民銀行が追加金融刺激策に慎重であったことが、高めの名目金利とプラスの実質金利の維持に繋がり、外資流入や人民元の堅調に寄与しました。

る経済的優位によって同国はグローバルの経済回復の先頭に立っています。今なお他の主要国はコロナ禍からの回復で中国の後塵を拝しています。今春、米国の経済活動が急回復し、中国への生産需要が急速に高まっています。ユーロ圏におけるワクチン接種ペースは米国や英国に遅れをとっていますが、2021年後半には同地域でも経済活動の回復が見込まれています。こうした他地域の経済回復は中国に恩恵をもたらし、さらに成長ペースの加速が期待されると考えます。

また、2021年の同国の小売売上の回復は国内消費が今後の成長をけん引することを示唆しています。中国金融市場の安定や人民元の堅調が消費者の購買力を高めていると考えます。

中国がコロナ禍において規律ある財政、金融政策を採ったことは、将来に好影響をもたらすと考えます。また、中国人民銀行が追加金融刺激策に慎重であったことが、高めの名目金利とプラスの実質金利の維持に繋がり、外資流入や人民元の堅調に寄与しました。同国の財政刺激策は米国、ユーロ圏、日本等に比べて小規模にとどまっており、将来の債務返済もその分軽減されたものになると見込まれます。中国の財政赤字は決して小さくはないですが、コロナ禍においても規律ある財政政策を採ってきたため、今後大幅な緊縮財政を求められる可能性は低いと考えます。

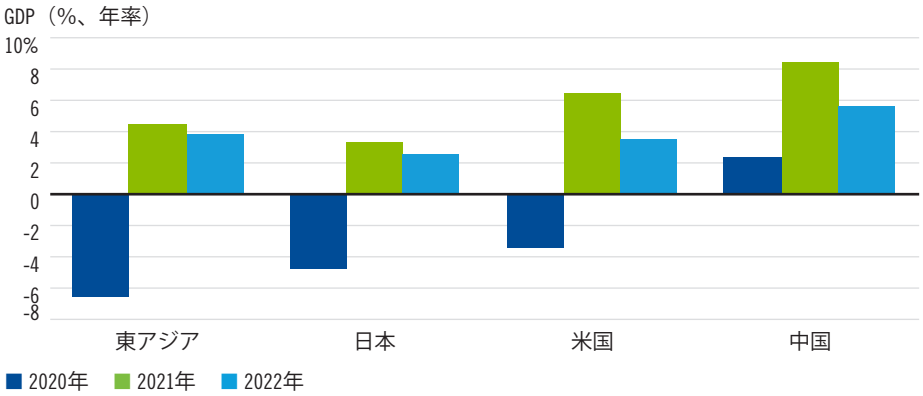
リバランスによる経済の活性化

2020年10月に発表された中国の五ヵ年計画では、貿易における国内と国外の「2つの循環」の必要性が述べられています。国外での足場を固めつつ国内需要を掘り起こすために経済のリバランスを

中国の経済成長ペースは米国およびその他先進国を上回る見込み

図15：暦年別GDP成長率予想

2020年－2022年（予想）

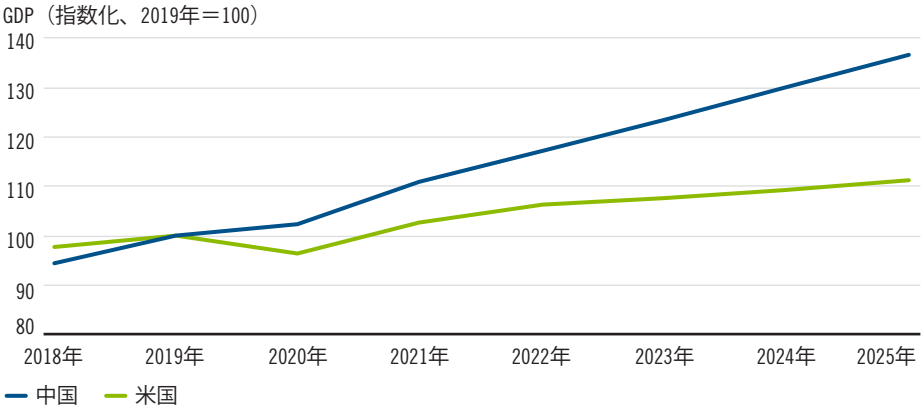


出所：IMF世界経済見通し(WEO)、2021年4月。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

米国を大きく上回る中国の経済成長軌道

図16：米国と中国のGDP成長比較

2018年－2025年（予想）

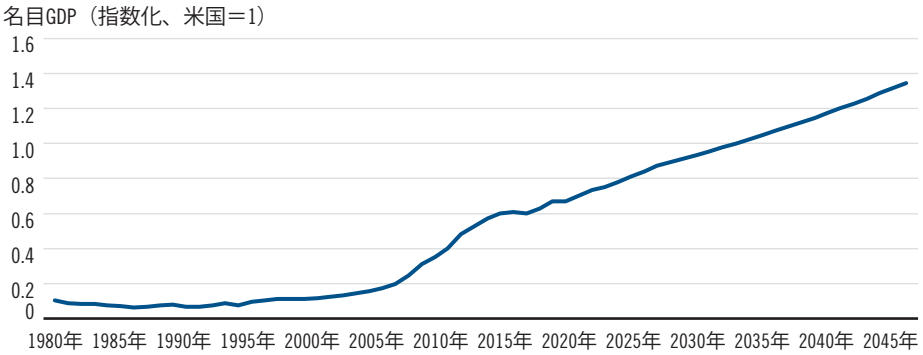


出所：IMF世界経済見通し(WEO)、2021年4月。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

今後20年間で米国GDPを上回るペースの成長が予想される中国の名目GDP

図17：中国名目GDP(米ドルベース)を米国名目GDPに対して指数化

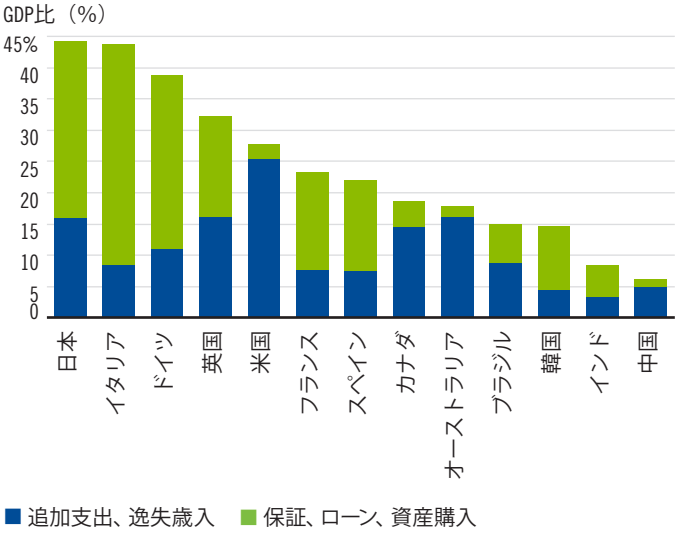
1980年－2045年（予想）



出所：IMF世界経済見通し(WEO)、2021年4月。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

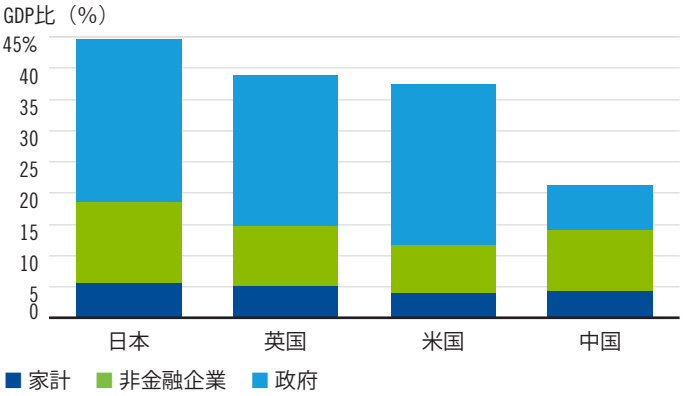
他の主要国に比べて良好な中国の財政余力

図18:G20諸国の財政措置
2021年4月時点



出所：IMF世界経済見通し(WEO)、2021年4月。

図 19:債務は2019年第4四半期から2021年第1四半期に増加
2021年5月時点



出所:Global Debt Monitor、 Institute of International Finance、 2021年5月

中国の財政赤字は管理可能であり、財政収支の大幅な悪化を回避できる

図20:中国、日本、米国の財政収支
2019年－2022年（予想）

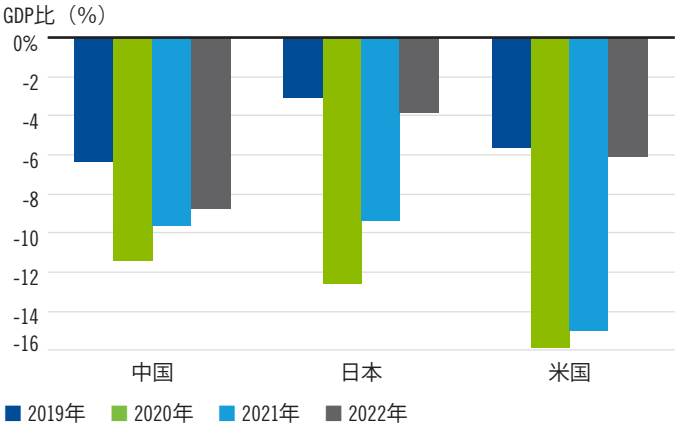
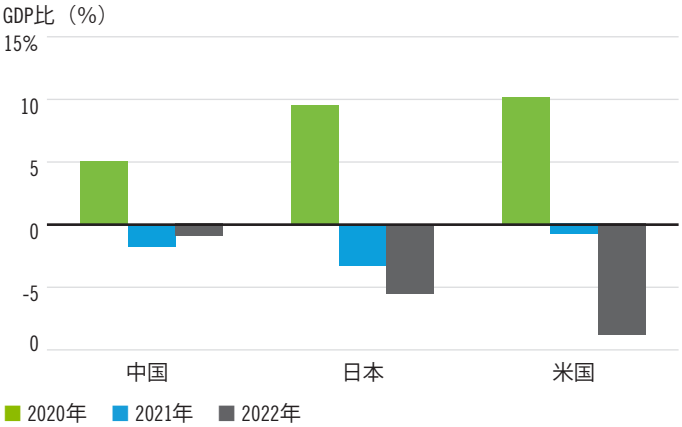


図 21:中国、日本、米国の財政収支の変化
2020年－2022年（予想）



出所：IMF財政モニター、2021年4月。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

継続するという政策目標を掲げています。今後中国は付加価値ベースだけでなく中間財や最終財の分野でも重要な役割を担うと考えます。一帯一路政策の更なる拡大は同国の優位性を保っています。国内要因のリバランスは米中摩擦等の対外ショックの軽減に寄与しています。一方、同国は人口問題を抱えており、構造改革の進展を余儀なくされています。

米国とその同盟国による中国のテクノロジーセクターへの圧力は今後障害となると見込まれますが、そうした圧力は同国の技術開発を促進することになり、海外技術への依存を低減し、バリューチェーンの改善に繋がります。これによってハイテク部門のインフラに対する財政支援が促進され、さらに民間投資の誘致及び進展というシナジーが得られ、結果として民間と政府の資本配分の進展が見込まれます。

人民元のデジタル化

主要各国の中央銀行は近年デジタル通貨における調査を進め、ベネフィットとリスクを分析しています。しかし、中国のように中央銀行発行デジタル通貨（CBDC）の開発に積極的な国はまだわずかです。CBDCは、現金に比べて決済が容易で認証しやすいといった特徴があります。

中央銀行がデジタル通貨を利用するベネフィットは、ビットコインやイーサリウム等の分散型仮想通貨における、政府の管理下の外で取引することによる匿名性という特質とは相反するものです。大幅な価格変動や投機的トレードといった課題を踏まえた仮想通貨の今後の役割についての議論と同時に、価格の安定という目標の下で取引されるデジタル通貨の研究が進展しています。

理論的には、CBDCは詐欺や犯罪の防止や調査における政府の能力を向上させることに寄与します。また、CBDCによって国際取引の即時性の向上、取引コストの低減、金融包摂の推進、市民レベルへの直接的な財政刺激等を実現できる可能性があります。中国がCBDCを採用した場合、同国金融システムにおける米ドルへの依存が低減したり、外国の金融機関や金融当局の役割や監視に制限がかかる可能性があります。

主要国の多くはCBDC導入の可能性についての議論を棚上げにしていますが、中国は既に実際に開発に着手しています。2020年4月、中国人民銀行は4都市において一部の市中銀行にデジタル通貨の使用実験の実施を認めました。2020年8月には対象都市を28に拡大しました。2022年までの大規模実施に向けて、2021年にも北京、上海を含めて対象都市を拡大する予定です。

重要なのは、仮に中国がデジタル通貨開発を他国に先んじて成功した場合、そのインパクトは非常に大きく、ひいては人民元が世界の準備通貨としての地位を確立する可能性があるということです。

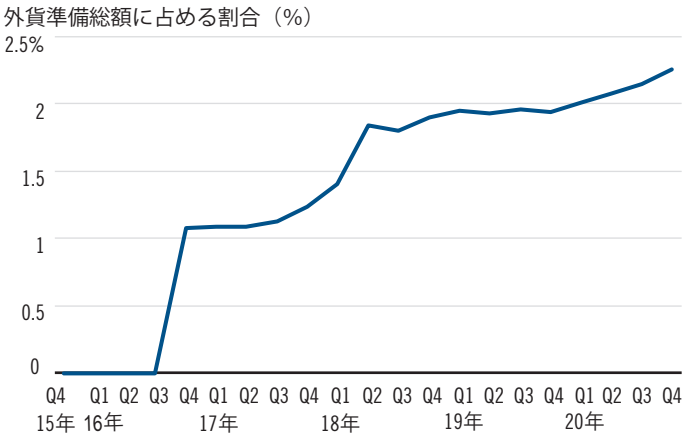
中国の世界との広範な統合

経済学者バリー・アイケングリーンによると、世界の準備通貨の条件は以下の2つです。まず、通貨として安定して、流動性に富み、国際的決済に幅広く利用されているということです。次に、他国と緊密な安全保障関係を有する国の通貨であるということです。中国の安定度の向上、人民元のシェア拡大、世界における拡張と統合の進展といったことが、人民元が準備通貨としての地位を拡大していくことに寄与すると考えます。

人民元建て資産の外国投資家に対する保有制限が、これまで人民元が準備通貨としての地位を確立させる足かせとなってきましたが、この状況には変化が見られます。同国の15兆米ドル相当に及ぶ国内債券市場を外国投資家に昨年開放したことは人民元がグローバルな資本市場と統合される足掛かりとなりました。また、人民元建ての貿易決済も拡大しており、人民元の国内外での決済シェアが今後高まることが予想されます。また、一帯一路政策による借款を受けている新興国では、安全保障や地政学的見地から人民元を保有するケースが増えています。このように、多方面で人民元は主要な資産足る地位を固めつつあります。

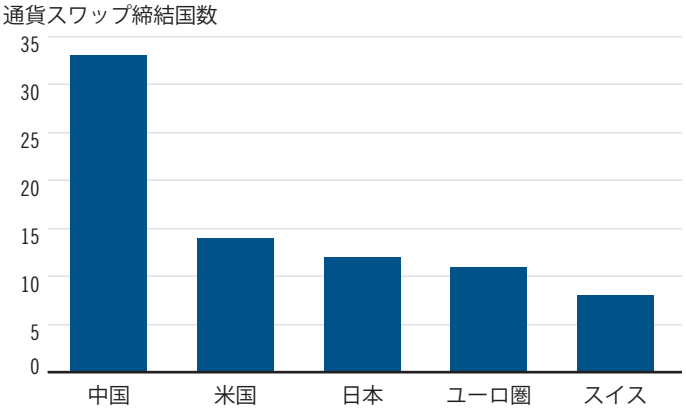
中国はスワップ協定と銀行間決済システムを通じて人民元の利用を拡大

図 22:外貨準備総額に占める人民元の割合
2015年第4四半期－2020年第4四半期



出所:外貨準備の通貨構成統計(COFER)、国際金融統計(IFS)、IMF

図 23:通貨市場別通貨スワップ締結国数
2020年3月時点



出所:戦略国際問題研究所(CSIS)、China Power Project

中国の台頭は、21世紀において世界的秩序を揺るがすような最も影響力のある地政学的出来事のひとつといえます。経済的及び地政学的に同国が海外へ拡張していることは、数十年前続いてきた同国の国内主義からの脱却を意味しているといえます。この変化はグローバルな投資家に大きな意味を持ちます。

中国政府は、他国とのスワップ協定や銀行間決済システム等においても人民元のシェア拡大を進めています。2009年1月から2020年3月の間に、中国は33ヵ国とスワップ協定を締結しました。この国数は他に類を見ないものです。33ヵ国のうち21ヵ国は一帯一路参加国です。中国人民銀行は2015年10月に国際銀行間通信協会（SWIFT）の代替システムとして国際銀行間決済システム（CIPS）を導入ました。CIPSの決済額は2020年で約45.3兆元（約7兆米ドル）となりましたが、国際的な総決済額に鑑みるとまだ発展段階と言えます。[31]しかし、決済額は一帯一路参加国を中心に増加しています。

総括

中国の台頭は、21世紀において世界的秩序を揺るがすような最も影響力のある地政学的出来事のひとつといえます。経済的及び地政学的に同国が海外へ拡張していることは、数十年前続いてきた同国の国内主義からの脱却を意味しているといえます。この変化はグローバルな投資家に大きな意味を持ちます。同国の経済や貿易の規模に鑑みると人民元の国際化は自然な流れといえます。ただ、その流れ自体は明白ですが、道筋は不透明です。まだその道のりは長く、今後数四半期から数年における政策に左右されると思われます。

人民元の見通しについては、シクリカル及び構造的な要因を含めて様々な理由から、長期短期ともに今後対米ドルで堅調に推移するとみています。主な理由は以下の7つです。(1)米国との成長格差が依然顕著である。(2)世界経済の回復による中国製品への需要が拡大している。(3)主要国に比べて中国の財政余力が大きい。(4)米国に比べて政府債務水準が比較的低く管理可能である。(5)他の先進国に比べて名目及び実質金利が高めである。(6)対外的な地位が高まっていることから通貨政策を市場志向にできる。(7)債券市場の開放、人民元建て貿易決済の拡大、デジタル通貨導入の進展等を背景に政府が人民元の決済シェア拡大を図っている。

中国のクレジット分析には現地でしか得られない知見が重要

リロン・シュイ, CFA, CPA (non-practicing)
フランクリン・テンプルトン・シーランド・ファンド・マネジメント（FT シーランド）
最高投資責任者（CIO）

トレイシー・リウ, CFA
FT シーランド
債券運用責任者

ワン・フェイ
FT シーランド
債券運用部門クレジットリサーチ責任者

中国のオンショア債券への投資の理解に向けて、FT シーランドの主要メンバーにインタビュー形式で話を聞きました。FT シーランドは2004年に設立された上海を拠点とする運用会社です。CIOのリロン・シュイと共に、債券運用責任者のトレイシー・リウとクレジットリサーチ責任者ワン・フェイが回答しています。本稿では、中国の積極的な資本導入政策から国有企業の信用リスク分析にまで話題が及びます。また、中国が世界の二大スマートフォンブランドへの有機EL（OLED）ディスプレイ供給をどのように実現させたかについても検証しました。

まず欧米の投資家からの質問です。中国現地でのクレジットリサーチのアプローチとそのメリットについて教えてください。

トップダウンの観点から言うと、中国債券への投資は、経済政策と資本市場及び一般企業の管理についての理解が重要です。「中国製造2025」や「産業インターネット」といった政策を耳にしたことがあるかもしれませんが、これらは単なる権威主義的な構想を描いた政策ではありません。中国の政策は概して中国共産党を始め中央及び地方政府が関与した複雑な書面の形式となっています。中国語が読めたとしても解読は困難な場合もあります。それら政策が国有企業や債券市場に与える影響について行間の意図を理解できるようになるまでには数年を要すかもしれません。

現地でしか得られないビジネス文化やガバナンスについての知見は非常に重要です。

中国の文化についての理解無くリサーチ活動として企業の経営陣と面談した場合、関係の無いことや重要度の低いことについて不用意に質問することになり期待する回答が得られないことになります。仮に期待する回答を得られたとしても、その内容が理解できないかもしれません。また、中国で政府高官と面談の機会を得たとしても、日程は3日前にしか明かされません。

外国投資家が中国オンショア債券に投資する場合、資産運用業界の未成熟さに驚かされることがあります。中国の資産運用業界は短期的なパフォーマンスに左右されやすい国内のリテール市場重視であるという理解は正しいですか？

その理解は概ね正しいと言えます。ただ、ここ10年程度で中国国内の投資家の考え方も変わってきていることも事実です。短期的なパフォーマンス重視ということはその通りですが、政策当局はそれを変えたいと考えています。定年退職者が増え高齢化が問題となる中、手堅い運用戦略が重要になります。

2年ほど前、精華大学が2016年～2019年にかけて中国証券取引所の約5千口座について調査したレポートが、中国の金融システム担当者も参加した世界経済フォーラムで発表されました。そのレポートでは、国内個人投資家の株式市場における取引シェアが約80%であることが示されました（図24ご参照）。しかし、保有資産額の比率では、個人投資家は全体の21%に過ぎませんでした。

これは、中国の個人投資家のほとんどが長期保有しないことを示しています。機関投資家は全体の17%に過ぎず、残りの62%は企業による保有でした（図25ご参照）。[32] 精華大学のZhang Xiaoyan教授は、中国の個人投資家は投機的行動をとりがちでギャンブル志向が強く、投資では損をしやすい、との見解を示しています。

投資信託の運用者に運用を委託する機関投資家が増えたことによって、ここ3年程度で中国株式市場における機関投資家比率が高まりました。債券市場では先んじて機関投資家が台頭しており、短期的投資行動は減少しています。

政策当局は、市場動向に左右されやすいリターン志向の行動は良識を欠き持続可能性にも乏しいことから、リターン向上とともに資産運用の専門度の向上に向けて新しいルールを検討しています。これには海外資産運用会社の誘致が含まれており、業界内での競争を後押しするとともにAIによる投資サポートの促進を図っています。これらの動きは望ましく、株、債券双方における我々の長期投資スタンスにも合致するものと考えます。

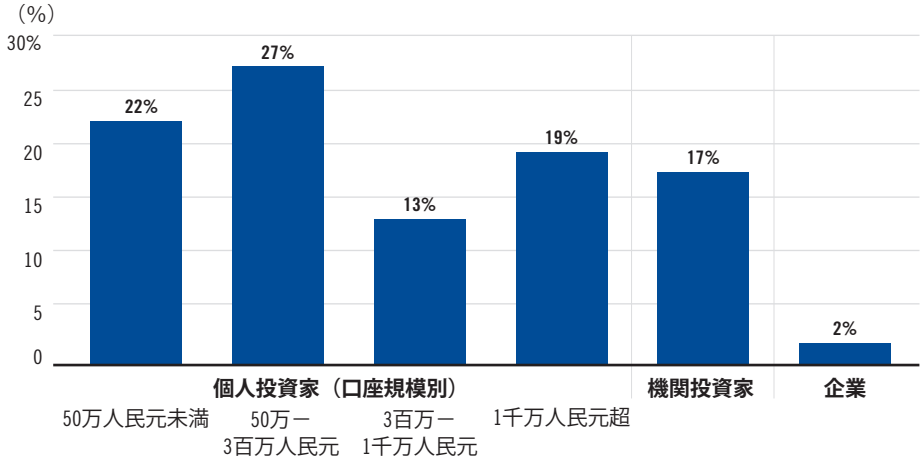
FT シーランドの運用プロセスは、クレジット分析やリスク管理を重視する欧米の運用会社に遜色の無いものです。そうしたプロセスを中国の国内投資家に理解してもらう手法を教えてください。

国内投資家は株式投資では今なお個別株投資を選好しており、それは個人投資家の取引シェアにも顕れています。米国で人気のある投資アプリ「ロビンフッド」を利用したデイトレードのようなものです。一方、当局が高利回りを保証するようなリスクの高い債券への投資に規制をかけたことから、投資家は債券投資に際しては外部の助言を求めるようになりました。[33]債券投資はミドルクラス層の退職後の長期投資の手段となりつつあります。

中国市場は個人投資家の取引シェアが大きい

図 24:投資家別取引高内訳（%）

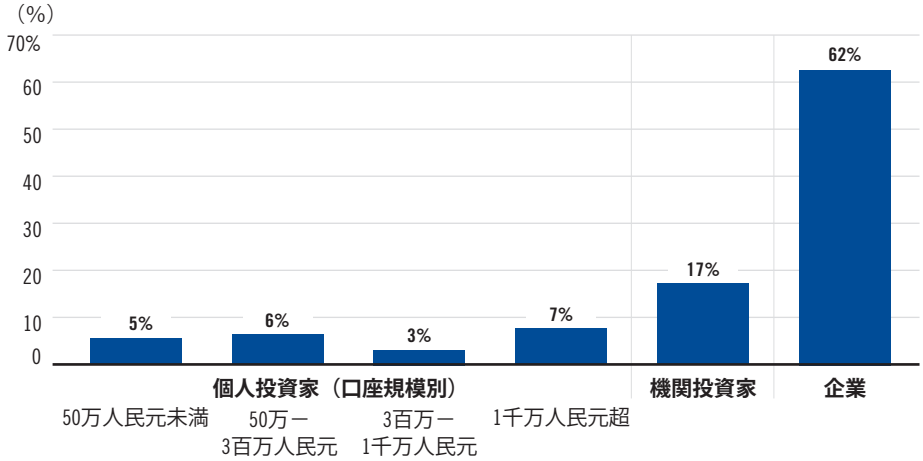
2016年－2019年



中国の高頻度取引

図 25:投資家別株式保有割合

2016年－2019年



出所：世界経済フォーラム、*China Asset Management at an In_ection Point*、2020年7月

機関投資家は債券投資においてまだ月次や四半期のリターンを意識しがちですが、我々はより長期のパフォーマンスを提示するようにしています。短期的視野の投資は低減してきたとはいえ、欧州の投資家に比べればまだまだです。クレジット分析やビジネス・ファンダメンタルズに基づいたより効率的な資本市場が今後の中国経済の発展には不可欠と認識しています。そうした当局の姿勢は我々のクレジット分析における長期的投資アプローチが合致していると考えます。

足元中国では国有企業の倒産や政府債務のデフォルトが増えていることから、当局は投資家に対して債券投資においては政府の利回り保証よりもリスク管理を重視するよう求めています。このことは、投資家に十分浸透していますか？

政府の利回り保証からの脱皮は2016年から始まって現在も粛々と続いています。国有企業の倒産が相次いでいた2020年11月に、中国人民銀行の易鋼総裁がWeChatを通じて、債券投資家は自

身でリスク管理をすべきであり、国債、政策銀行債及び中央銀行発行する短期証券はリスクフリーとはいえ、その他の債券にかかるリスクの所在は投資家にあると述べました。

図26で見られるように、こうした動きは債券利回りに徐々に反映されつつあります。社債のクーポンは内包されるクレジットリスクに左右されるようになってきました。外国投資家の参入が増えるにつれて、こうした動きは継続されると考えます。当局もこの動きを容認しています。

易鋼総裁のWeChatスピーチは興味深く、FT シーランドの投資プロセスにも重要だと考えます。業種やセクター配分だけでなくマクロ経済分析も投資の意思決定プロセスの重要項目だと思います。投資家の多くは、中国の2020年の経済成長に鑑みて2021年も同様に他の先進国に比べて優れた成長を遂げると信じていますが、FTシーランドとしての見通しを教えてください。

中国の2021年の成長率に関して市場コンセンサスが8%を超える中、政策当局は6%としていることに違和感はありません。中国の新5ヵ年計画では成長率目標は明示されず、不動産セクターにおけるリスク低減等を通じて質の高い持続的な成長を目指すと示されました。我々のリサーチは多岐に及びますが、来年は特に輸出と消費需要に着目しています。

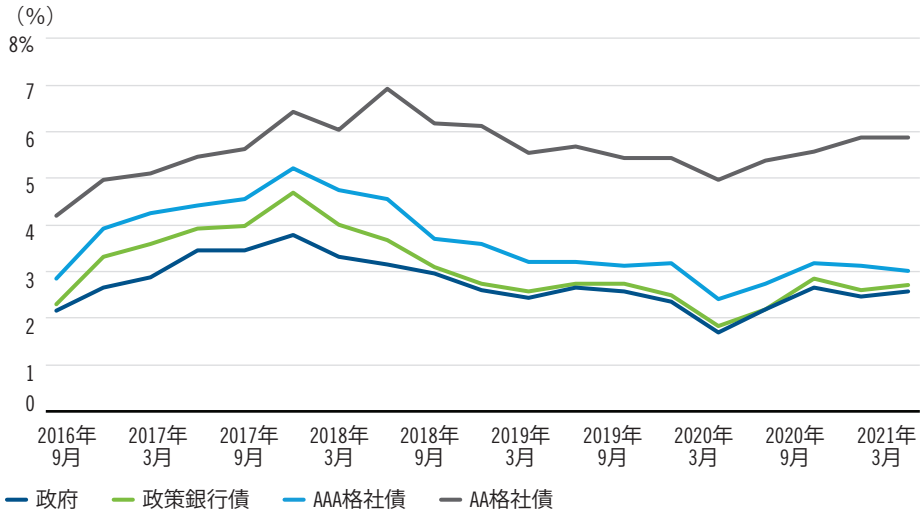
図27のように、2020年下期の四半期GDP成長率では純輸出の寄与が過去最高となりました。しかし、2021年は輸出がやや低減すると考えています。中国の貿易の伸びは主にグローバルの輸出に依存しており、コロナ禍において欧米各国の多くがロックダウンとなりグローバルの需要回復が遅れているからです。ただ、米国及びEU諸国はグローバルの輸出のシェアをいくらか回復すると考えます。

消費需要は中国人民銀行の預金準備率引き下げによる流動性供給によって1年近く上昇しています。しかし、流動性供給が停止した場合、小規模企業の求人が振るわず雇用の回復が遅れ、2021年の消費需要回復の重石になると考えます。

発行体のクレジット・ファンダメンタルズを織り込みつつある中国社債利回り

図 26:1年債の最終利回り

2016年第3四半期－2021年第1四半期

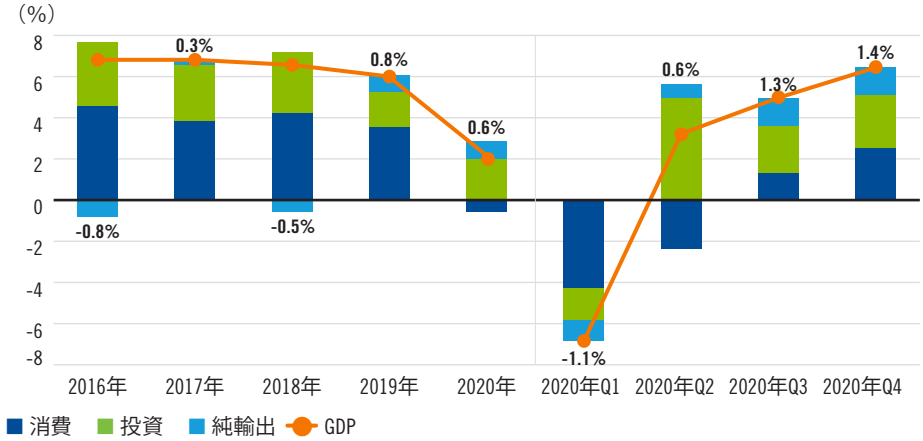


出所：ChinaBond, affiliated to China Central Depository & Clearing Company, Ltd.(CCDC), Macrobond.

2020年はGDPにおける輸出の寄与度が高かった

図 27:支出別GDP成長率への寄与度

2016年－2020年



出所：国際金融協会

2021年のGDP成長率が6%程度にとどまるとみられる中、易鋼総裁のリスクに係る見解に鑑みて債券投資家は国有企業債券への投資にどのように取り組めば良いでしょうか？債券投資家が政府保証を期待できない中、FTシーランドは国有企業債券をどのように選別しますか？

我々のリサーチプロセスは、政府保証の有無に関わらず、常に投資対象となる国有企業のクレジットファンダメンタルズの理解に軸足を置いています。また、対象企業の経営が国家の産業政策に合致しているかどうか、国家の長期的成長に寄与できるかどうかにも着目します。有機EL（OLED）に例をとると、このハイテク技術は、ハイエンド製品志向への転換を目指す中国の政策に合致していると考えます。

これまでディスプレイに関する技術は液晶（LCD）が独占していましたが、2023年までにはスマートフォンのディスプレイの約半数がグローバルに有機ELになるとみられています。[34]例えば、中国最大のOLED製造メーカーでスマートフォン向けのOLED供給ではサムソンに続いて世界第二位の企業[35]についての分析において、彼らがどのように国家政策や地方経済の発展に即しつつ、65千人の社員を抱える企業に発展したかに着目しました。我々のクレジットリサーチは、対象企業の元利金の支払い能力と意思についての分析が根幹となりますが、これは、より優れた経済と社会福祉の向上という包括的な国家目標における企業価値を理解することと合致します。

では、OLED開発は実際にどのように中国の産業政策に合致したのですか？

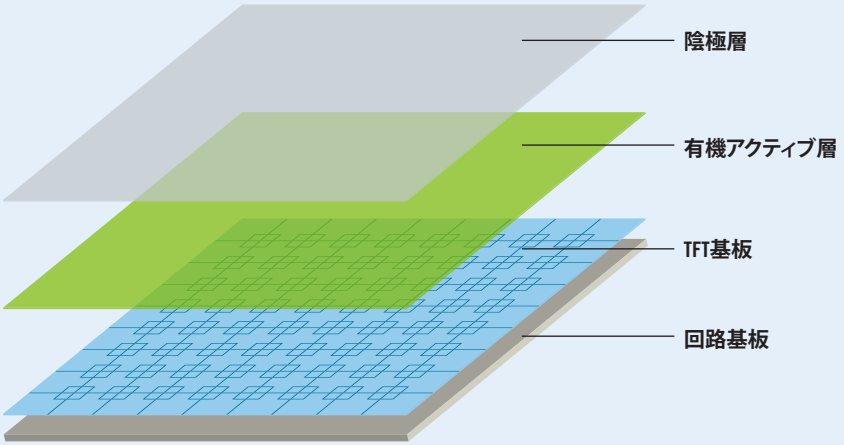
OLED開発は、2015年の「中国製造2025」政策の発表に後押しされました。「中国製造2015」とは、習近平指導部が掲げる国家の産業政策で、政府の金融支援や人材動員などを通じて製造業の高度化を目指すものです。フレキシブル・アクティブマトリクス有機EL(AMOLED)ディスプレイは2016年に発表された13次5カ年計画の重点事項となっていました。当時韓国が同セクターをけん引しており、中国もOLEDのバリューチェーンを早急に構築する必要がありました。産業サプライチェーンの中流技術として、ファーウェイやシャオミ等スマートフォンメーカーにAMOLEDディスプレイは寄与しています。中国は最終的にOLEDディスプレイの供給元としてアップル社のようなブランドを確立できる可能性もあります。

前述の中国最大のOLED製造メーカーにおいては、中国国有資産監督管理委員会（SASAC）を通じて北京市政府が最大株主となっています。OLEDディスプレイ

より詳細な理解に向けて

リサーチプロセスのより詳細な理解のために、OLEDディスプレイの技術面と実用化について説明します。常時稼働のバックライト付きパネルのLCDとは違い、有機化合物を使用した画素が電流を流すことで発光します。素子それぞれが発行するので薄型化しやすくLCDよりも節電できます。また、色のコントラスト、色再現性、色域、応答速度等でも優位性があります。さらにAMOLEDはその上を行きます。シリコンでできた薄いフィルムの上に画素を置くことでディスプレイが屈曲可能となります（図28ご参照）。

フレキシブル・スマートフォン・ディスプレイの構造
図 28:AMOLDの断面



上図は例示を目的としたものです。

軽量化と薄型化という特徴から、AMOLEDはウエアラブルデバイスやスマートフォンにおいて端の丸い形状や折り畳み可能な形状に用いられています。2013年にはサムソンが唯一屈曲可能なディスプレイの商品化に成功しました。近い将来、屈曲可能なタッチパネルはスマートフォンだけでなく電気自動車等含めてデジタルの世界のスタンダードとなると考えています。

メーカーは巨大資本を必要としますが、国有銀行を通じて北京市の資金供与を保証し、総工費465億中国元（67億米ドル）の最先端の工場が成都市に建設されました。同工場は2017年10月に竣工し、サッカーコート16個分を超える広さで、フレキシブルOLED製造のためにロボットと高出力レーザーを備えています。[36] 同社は、その直後綿陽市に同規模の工場を建設、2021年には重慶市にも工場を建設予定です。[37]こうした建設資金を一般の民営企業が国有銀行のサポート無しに調達するのは困難です。

クレジットファンダメンタルズ以外に国有企業のリサーチで重視することはありますか？

コロナ禍において、同社は2020年のOLED輸出目標が未達に終わりました。そんな中、韓国からサムソン電子が同社のスマートフォン、ギャラクシーMシリーズに同社のフレキシブルOLEDを採用するという朗報が届きました。これは、中国のOLED技術が韓国と肩を並べたということを意味します。[38]

また、ほぼ同時期、アップル社がiPhone13のOLEDディスプレイのサプライヤーに同社を採用するという記事が台湾経済日報に掲載されました。[39]これは、同社がフォックスコンとして知られている鴻海グループ傘下のタッチパネルメーカーGIS-KY社と業務提携することによって実現されました。アップル社はサプライチェーンにおけるサムソン等韓国メーカーの比率低減を目指していたことから、こうした動きは自然な流れと考えます。iPhone13用の製品は同社綿陽工場の通称「アップル・ライン」で製造される予定です。[40]

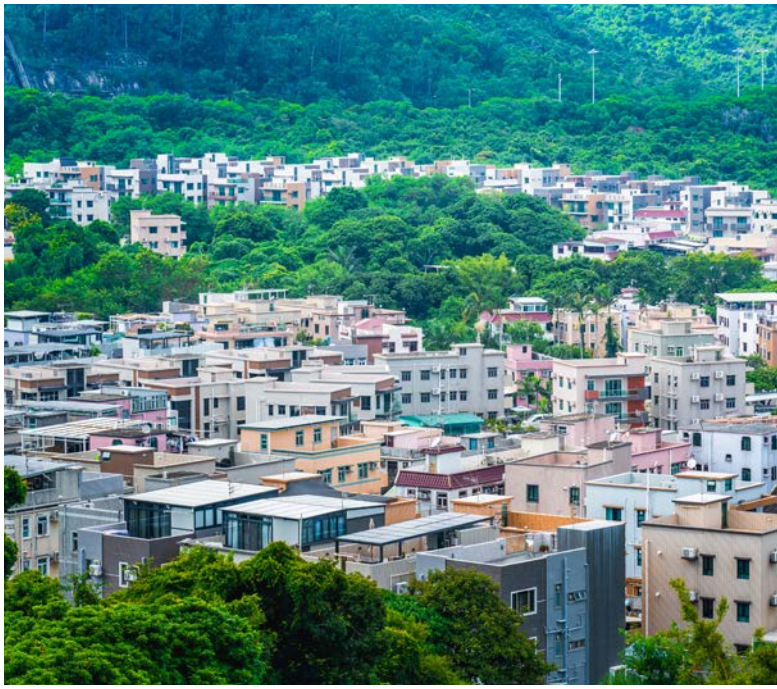
中国国有企業のリサーチにおいてクレジットファンダメンタルズの分析だけでは十分ではありません。対象企業のトップダウンポリシーが国家の産業政策に合致しているかどうかの分析が重要です。国家政策の詳細を読み解くことができる現地に根差したチームは中国債券への投資においては優位性があると考えます。

Franklin Templeton Sealand Fund Management Co., Ltdは、Sealand Securities Co., Ltdとフランクリン・テンプルトングループ傘下のTempleton International Holdings Ltdの合弁会社として2004年11月に設立されました。

中国の不動産市場は「灰色のサイ」に備えるべき

チャンキ・ガオ、CFA
フランクリン・テンプルトン債券運用グループ
リサーチ・アナリスト、コーポレート・クレジット

ロバート・ネルソン、CFA
フランクリン・テンプルトン債券運用グループ
ポートフォリオ・マネージャー、エマージング債券

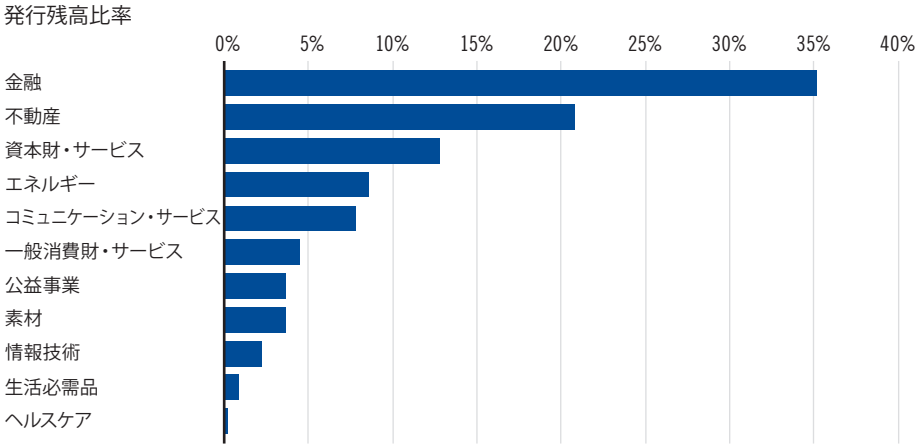


昨夏、中国の監督官庁である中国銀行保険監督管理委員会の郭樹清主席は、「中国不動産市場は金融リスクにおいて最大の灰色のサイである」と警鐘を鳴らしました。[41]予見不能な「ブラックスワン」と違い、「灰色のサイ」は予測されているにもかかわらず放置されたリスクを指します。中国のオフショア債券市場において不動産セクターは第二位の規模ですが、2021年第一四半期現在同セクターにおける大きなデフォルトは一件だけで、郭主席の指摘する「灰色のサイ」はまだ顕れていません。しかし、不動産デベロッパーの債務削減によって地価と住宅価格の下落を目論む新規制がかけられており、これが当面の我々のリサーチにおける主要な事案となっています。本稿では、こうした新規制に着目したいと思います。

まず、投機目的での住宅購入の低減に向けた当局の取り組み、不動産デベロッパーの入札における価格つり上げによる地価高騰について検証したいと思います。当局は不動産デベロッパーの債務削減に向けた3つの「レッドライン」を示しました。これには年間の債務増加の上限が示されています。いくつかの不動産デベロッパーに焦点を当て、当局による色分けについて検証したいと思います。全般的にはこうした政府の取り組みは長期投資家には望ましいと考えています。

中国オフショア社債では不動産セクターの発行残高が第2位に

図 29:中国オフショア社債セクター別比率（米ドル）
2021年6月4日現在



出所：ブルームバーグ。上記データは中国外の発行市場における中国社債に関するものです。上記データは、中国オフショア社債市場に限定されたものです。上記セクターは、世界産業分類基準（GICS）により分類されたものです。各セクターの発行残高は、中国オフショア社債市場における発行残高総額に対する比率を示したものです。

次に、いくつかの国有不動産デベロッパーを締め出し現状の枠組みを変えることで不動産価格下落を目指す政府の取り組みについて検証します。同セクターでは資本の無駄遣いがしばしばみられ、異常な入札価格には注意が必要です。我々は不動産デベロッパーの資本効率性のチェックのために、過去の入札価格について詳細に分析しています。Shimaoのようなデベロッパーがなぜ Sino-Oceanのようなデベロッパーに比べて保守的な入札を行ってきたかについて検証します。後者は当局が目指す資本の効率性を低下させるようなバンクローンを多用してきました。

我々はアジア地域の強い需要が中国オフショア債券の利回り低下をどのようにもたらしたかを注視してきました。債券価格がリスクを正確に反映していない場合も多いからです。その上で、これまではラテンアメリカ、アフリカ及び欧州新興

地域により魅力的な債券の投資機会を見出してきました。中国が社債市場を活性化したいのであれば、足元のオフショアの不動産セクター社債のデフォルトに鑑みて、明確で透明性の高いデフォルト関連規制が必要と感じています。

不動産バブルの解消

中国は驚異的な経済成長のもとでインフラや不動産投資が活発化し、過去15年で急速に都市化が進みました。毎年約15百万戸の住宅建設が行われ、これは欧州と米国を合算した数字の5倍にあたります。[42]中国不動産セクターやコンクリートのような住宅建設関連事業、カーテンのような住居関連消費製品等が中国GDPに占める割合は約17%に上ります。[43]

深圳のような人口が22百万人に上る人気都市では住宅価格が急騰し、賃金の高いテクノロジー企業勤務の住民にさえ手の届かないものになっています。[44]中国の中核都市では、住宅の供給が需要拡大に追いついてないといえます。住宅購入者は不動産の高騰によって株式投資を凌ぐ投資成果を享受しています。中国市民の2019年の保有資産における不動産の割合は平均で64%（2004年は約80%）となっており、これは日本や米国等他の先進国を大きく上回ります。[45]このいびつな資産構成や投機的な住宅フリッピングは中国の厳格な資本規制の所以という側面もあります。中国市民はより良いリターンが期待できる海外の資産への投資が制限されているのです。

住宅フリッピングの低減に向けて、政策当局は「住宅は住むためのものであり投機対象ではない」という習近平のコメントに即した通達を何度も出しました。中核都市では、住宅販売に際して居住用住居購入者を優先的に抽選を行うようデベロッパーに指示しています。その他の都市では、家族世帯のセカンドハウス購入には規制がかかっていますが、単身者は購入可能であるため離婚を偽装して申し込むケースが散見されます。上海では離婚後3年間は購入資格無しというルールを設定しています。[46]直近では、コロナ禍が収まるにつれ住宅購入の機運が再び高まってきたことから、中央省庁及び中国人民銀行が少額のビジネスローンを利用しての大都市での住宅購入に規制をかけました。[47]

中国がコロナ禍において規律ある財政、金融政策を採ったことは、将来に好影響をもたらすと考えます。また、中国人民銀行が追加金融刺激策に慎重であったことが、高めの名目金利とプラスの実質金利の維持に繋がり、外資流入や人民元の堅調に寄与しました。

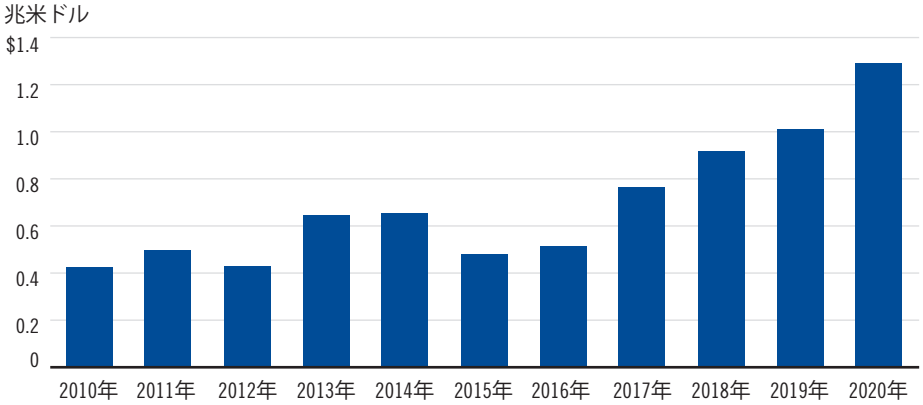
土地オークションの入札競争

投機的な住宅購入は不動産バブルのコインの片面を示しているに過ぎません。中核都市やそれに次ぐ規模の都市における地価高騰は直接的に住宅価格高騰をもたらします。このことが不動産デベロッパーの土地入札参入を促しました。過去数年、デベロッパーは土地買収計画を進める際、既に不動産が高騰している都市部において高値で土地オークションに入札してきました。図30で示すように、地方都市においては土地売却が歳入増加に寄与してきており、特に2016年以降指数

中国の歳入を後押しする年間土地売却高

図 30:土地利用権の売却による年間歳入（米ドル）

2009年12月1日－2020年12月1日



出所:中国財務部、Macrobond

関数的に伸びています。この結果、2020年には当局は不動産市場における「灰色のサイ」に直面することになりました。

3つの「レッドライン」はデレバレッジが目標

2020年8月、中国人民銀行と住宅省は共同で不動産デベロッパーの債務削減（デレバレッジ）を促す新ガイドライン規制を発表しました。この規制では、図31のようにデベロッパーの借り入れ可能額に関して3つの財務基準が示されました。3つの基準全てをクリアしているデベロッパー（緑に色分け）は借り入れが前年比15%増まで認められます。3つの基準全てクリアできていないデベロッパー（赤に色分け）は新規借り入れ不能となります。

中国全体で66ある主要デベロッパーのうち約半数が4月現在で3つの基準を全てクリアしていますが、不動産管理部門を子会社にスピンオフしたり、安値で保有住宅を売却して現金水準を向上させたりするケースも見られました。[48]我々のアナリストがモニターしているデベロッパーの多くは、図32のように、借り入れ可能額上限が改善しています。中にはより厳格な社内管理基準を設けている会社もあります。

マクロ分析の観点からは、この新デレバレッジ規制は債券投資家にとって望ましいといえます。また、中国の不動産セクターの長期的な持続性にとっても望ましいと考えます。ボトムアップのクレジット分析の観点からは、中国の規制やデベロッパーに関する知識を深めることは債券の銘柄選択に望ましいと考えており、次の章で詳しくご説明します。

トップダウンによる規制の影響

中国ではトップダウンによる規制によって産業の枠組みが大まかに決まることが多いといえます。例えば、現在の不動産バブル以前、2008年の世界金融危機の後、多くの国有企業はまだ土地オークションの準備や不動産開発の準備を始めたばかりでした。その後国有企業が価格高騰を加速させたという懸念が出た際、当局はコアビジネスが不動産ではない国有企業に対して不動産業務からの撤退を促しました。その筆頭が海運コングロマリットのCOSCOです。同社はSino-Oceanという不動産部門を2010年にスピンアウトしました。[49]今は中国の不動産デベロッパーの多くは民営企業ですが、Sino-Oceanのような国有銀行のバックアップを受けるスピンアウト企業が多数あると同時に大規模な国有企業もまだ残っています。

中国のオフショア企業の選別にあたっては、ボトムアップのクレジット分析において不動産デベロッパーの資本効率性についての詳細な調査が重要です。このことから、我々は国有企業やスピンアウト企業よりも民間のデベロッパーを選好します。我々は、民間のデベロッパーは資本をより重要視していると考えています。自己資金がほとんど無く個人が起業したデベロッパーもわずかにあり、そうし

中国の3つの「レッドライン」

図 31:3つの財務基準の上限と年間借入上限

3つの財務基準（レッドライン）	制限
1 資産負債比率（除く契約責任）	70%以下
2 純負債比率（純負債資本倍率）	100%以下
3 手元資金の短期負債倍率	1以上

カラーコード	違反数の上限	年間借入増加率
赤	3	0%
オレンジ	2	5%
黄	1	10%
緑	0	15%

出所:中国人民銀行及び中国住宅局

デベロッパーは債務削減に着手

図 32:2020年－2021年における年間借入増加率の変化

2020年12月31日時点

企業	当初借入増加率上限	2020年末借入増加率上限	2021年借入増加率上限
Evergrande	0%	0%	0%
Agile	5%	10%	10%
China Fortune	0%	0%	0%
China Fortune	10%	10%	10%
Sunac	0%	10%	10%
CIFI Holdings	10%	10%	10%
Kaisa	5%	10%	10%
Shimao	10%	15%	15%

出所：出所：企業財務諸表。上図は説明のみを目的としたものであり、いかなるフランクリン・テンプルトンのファンドのパフォーマンスやポートフォリオの構成を示すものではありません。

た企業は資本効率性が利益に直結し、債券市場や銀行からの信頼が得られると認識しています。民間デベロッパーの役員報酬と企業収益に明確な正の相関がある一方、国有デベロッパーにはそれが無いという調査結果もあります。[50]

その良い例が、香港のビリオネアである許栄茂です。彼は中国の不動産投資のパイオニアで、絶妙な投資タイミングと慎重な投資姿勢で有名です。Shimaoグループの創設者ですが、無一文から億万長者に上り詰めました。1970年台後半に中国から香港に渡り、紡績工場で働きました。株取引で少々の利益を上げ、その後中国で最初の民間三ツ星ホテルを建設しました。彼の初期のビジネス戦略は、政府高官と交渉し少額の頭金で土地を安く購入し、その後段階的にプロジェクトを進めていくというものでした。例えば、資金繰りについては、第一段階で得たキャッシュフローを第二段階に投入するといったことをプロジェクト終了まで続けました。[51]

今なお、許氏の土地購入の慎重姿勢やキャッシュフロー分析は、ShimaoやSino-Oceanのリサーチの際に同社の遺産として浮彫りになっています。これら2社のオフショア債券の利回りは現在ほぼ同水準となっていますが、我々の分析では、支払利息の利益倍率等を見るとShimaoの資本効率がSino-Oceanを上回っています。

土地の入札価格には不十分な流動性や借入増加といった危険な兆候が見て取れることもあります。過去データを検証すると、Sino-Oceanが最高額入札者となっているケースが多数見られます。これは、Sino-Oceanのような国有デベロッパーは国有銀行のサポートがあり新規資本注入が容易に受けられるということが背景にあります。最近の調査では、国有デベロッパーは民間デベロッパーに比べて平均11.9%高い入札額を提示していることがわかっています。[52]土地に過剰な資金をつぎ込むことで、その後の建設に支障が出たり、返済が滞ったりすることもあります。Shimaoも同様に最高額入札者になることもありますがその数は少なく、通常、価格が適正水準になるまで忍耐強く待っています。最近でも、3つの「レッドライン」政策で土地を手放さざるを得なかった業者から安値で購入したという例があります。

クレジット分析の基準

中国不動産市場におけるデベロッパーのクレジット分析で重視している2点を以下に示します。

流動性の状況

不動産デベロッパーは、短期債務の元利払い負担が大きく、十分な流動性及び現金を保有している必要があります。短期債務の元利払い能力を見るために「現金対短期債務比率」を重視しています。また、バランスシート上の流動性について経営陣の慎重さも浮き彫りになります。

純負債比率

これは不動産デベロッパーの債務状況を見る指標で、(負債合計－現金)÷株主資本で計算されます。この数値が高いということは債務が大きいということです。中国の会計基準では永久債を株式とみなすため、我々は永久債を負債とする調整を行います。我々は収益と財務諸表上の債務の比率(純債務対EBITDA比率[53])をあまり重視していません。不動産デベロッパーの収益構造を正確に表さないことがあるからです。

国有デベロッパーの優位性

民間デベロッパーにとっては垂涎ものですが、国有デベロッパーが非常時に政府の支援を受けられるという優位性を今なお持っていることは否めません。ただ、習近平は民営企業に対しても揺るぎない支援を示しています。2019年12月、中国政府は民営企業の事業発展に向けて、国有企業同等の規制対応と金融市場へのアクセス向上についての改革案を発表しました。[54]我々は、この改革案によって民営企業が国有企業と平等になれるかどうか数年かけて見極めなければいけないと考えます。当局が真に市場に即した規律をかけることができたなら、国有企業が常に優位にあるという見方を変える必要があると考えます。

資本効率の検証は我々のリサーチにおける一要素に過ぎず、その他にも、流動性、負債比率等多くの角度からクレジット分析を行っています。

需要が債券利回りの上昇を抑える

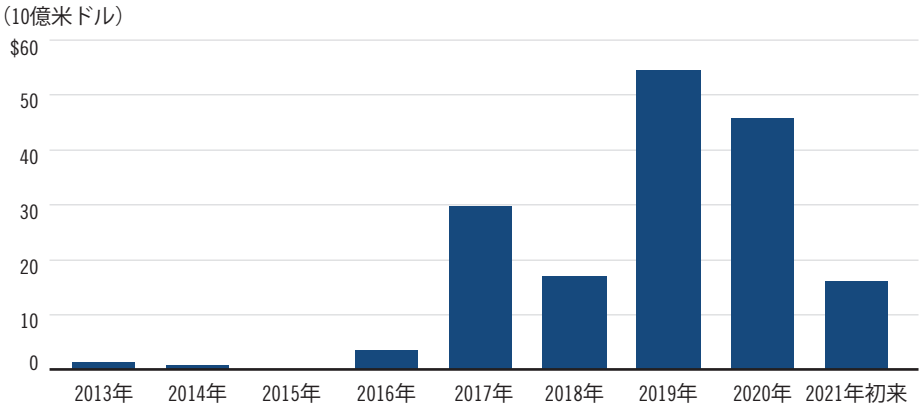
近年、中国当局は不動産に係る住宅購入価格上限や国内債券の購入制限等の規制を二転三転させていることから、大規模デベロッパーは資金調達をオフショア市場に頼る傾向が見られます。図33のように、2017年に国内債券に支払い猶予が課せられた後、オフショアでの債券発行が増加しました。[55]アジア地域からの需要が大幅に拡大しており、デベロッパーにとっては海外での資金調達は理にかなったものといえます。

この傾向は現在も続いており、旺盛なアジア地域からの需要がオフショア債券の利回り低下をもたらしているものの、それが債券リスクを正確に反映しているとは考えていません。例えば、Redsun Properties Groupの発行した210百万米ドルの債券は18億米ドルを越える入札

オフショア債券の増加

図 33:中国デベロッパーによる年間オフショア債券発行額（10億米ドル）

2021年6月4日時点



出所：ブルームバーグ。上記データは、不動産開発管理及び建築建設セクター（メリルリンチの産業分類による）の、中国国外市場で発行された中国社債に関するデータです。

があり、Aglie Groupの300百万米ドルの発行には14.5億米ドル、KWG Group Holdingsの378百万米ドルには14億米ドルのそれぞれ入札がありました。こうしたアジア地域からの旺盛な需要が利回り上昇を抑えており、リスクプレミアムの面ではオフショア市場に投資機会が増えてきました。

しかし、2021年2月のChina Fortuneの債務不履行は我々に考える機会をもたらしました。債権者がどう対応するか見極める必要があります。China Fortuneは債務再編に向けて債権者の合意をとりたいと考えていますが、まだ具体的な動きはありません。もし当局が健全な債券市場を育成したいと考えているのであれば、より透明性の高い債務再編の枠組みを本件債権者にも提示すべきと思います。

中国に関する専門性の価値

これまで中国の不動産セクターについて述べてきましたが、要点をまとめたいと思います。まず、中国不動産セクターのクレジット・ファンダメンタルズが、3つの「レッドライン」政策によって改善しているということです。次に、当局は資本構造を市場に即したものにしたいと考えているものの、まだクレジット分析においては多くの規制を無視できないということです。直接見聞きして得た知識は中国オフショア債券の分析に貴重です。優れた資本効率性を有する不動産デベロッパーは、国有企業への支援の見直しや民間セクターの構造改革といった流れの恩恵を享受できると考えています。3つ目に、中国オフショア債券価格は海外投資家からの旺盛な需要によって過熱感があり、規律ある銘柄選択が重要になるということです。特に、不動産デベロッパーのクレジット・ファンダメンタルズを分析する際には、常に、なによりもまず、今なお改革プロセスが混沌としている政府との関連性をチェックすることが重要と考えます。

巻末注記

1. 出所:Macrobond, 10-year maturity.
2. 出所:Macrobond, People's Bank of China.
3. 出所:"China Corporate Bond Market Blue Book," *Fitch Ratings* October 2019.
4. 出所:Chen, T."Decoding China's Rate Market Conundrum," Brandywine Global, Around the Curve, October 26, 2020.
5. 出所:Marshall, R. and Z. Yang.*Chinese bond market:Evolution and characteristics*, FTSE Russell, July 2020.
6. In international macroeconomics, a sovereign's capital account is the balance of payments which records all transactions made between entities inside one country with entities in the rest of the world.
7. 出所:Marshall, R. and Z. Yang.*Chinese bond market:Evolution and characteristics*, FTSE Russell, July 2020.
8. *同上*
9. 出所:"Is it the end of the oil age?," *The Economist*, September 19, 2020.
10. 出所:Leng, S. and D. Wertime."China's Anti-Corruption Campaign Ensnares Tens of Thousands More," Foreign Policy, January 9, 2015.
11. 出所:Ma, G., Feng, P. and L. Zhang."China Spotlight.Foreign investments in onshore bonds," *Institute of International Finance*, March 11, 2021.
12. 出所:Liu, J., F. Wang, J. Zhao, T. Chen & L. Yap."China Faces Bond Market Test After Acting as Bastion in Rout," *Bloomberg News*, March 22, 2021.
13. 出所:Jaquet, K."The Evolution of China's Bond Market," Seafarer, March 2019.
14. 出所:Pham, P."How Do Asian Central Banks Distort and Destroy?"*Forbes*, December 4, 2017.
15. 出所:Tiftik, E., Guardia, P., and S. Gibbs."IIF Weekly Insight.Chinese debt—still on the rise," *Institute of International Finance*, February 4, 2021.
16. *同上*
17. 出所:Liu, J., A. Li, and Y. Liu."China Asks Banks to Curtail Credit for Rest of Year," *Bloomberg News*, April 5, 2021.
18. 出所:Wang, F."China's Leaders Set Out Economic Agenda for Rest of 2017," *Caixin*, July 25, 2017.
19. 出所:Liu Xiaoying, ed."Yi Gang:Some early policies have increased the financing difficulties of private enterprises and will avoid 'one size fits all' in the future," *National Business Daily*, November 6, 2018.
20. 出所:"Li Keqiang presided over the executive meeting of the State Council," *Xinhuanet*, January 20, 2019.
21. 出所:Liangta, Z. and G. Yingshe."Banks Urged to Lend More to China's Loan-Starved Private Sector," *Caixin*, March 25, 2021.
22. 出所:China National Bureau of Statistics.January 22, 2020.
23. 出所:Ma, G. Feng, P. and V. Sun."China Spotlight.The significance of export amid the pandemic," *Institute of International Finance*, February 1, 2021.
24. 出所:Yu, L., R. Tsang, and H. Hu."Deleveraging While Disseminating:The Task Facing China's Banks," S&P Global Ratings, October 18, 2018.
25. 出所:Zhang, S. and J. Zhun."China's top banks warn of 'fragile' bad loans scenario as economy slows,".Reuters, March 28, 2019.
26. *同上*
27. 出所:Liao, C. and S. Change."Assessing China's "Structural" Monetary Policy," PIMCO blog, October 2020.
28. 出所:Ma, G. and P. Feng."China Spotlight They PBOC Policy and its Bank Funding Schemes," Institute of International Finance, December 21, 2020.
29. 出所:International Monetary Fund.2020.*World Economic Outlook:Managing Divergent Recoveries*.IMF:Washington, DC.
30. 出所：习近平：努力成为世界主要科学中心和创新高地 *Xinhuanet.com*, March 15, 2021.
31. 出所:Finextra, "Swift gpi transferred $77 trillion in 2019," February 18, 2020.The SWIFT global payment initiative (GPI) accounted for approximately US$104 trillion in cross-border payments in 2019, significantly more than the US$7 trillion transacted by CIPS in 2020.
32. 出所:World Economic Forum, *China Asset Management at an Inflection Point*, July 2020.
33. 出所:Xiaomeng, W. and D. Jia."Central Bank Delays New Rules for $12.9 Trillion WMP Industry," *Qaixin*, August 1, 2020.
34. 出所:Chin, S."Report:Half of smartphone displays to be OLED by 2023," *Fierce Electronics*, November 7, 2019.
35. 出所:Y. Gao, S. Kim and P. Elstrom."How a Dying Factory Became a Symbol of China's Tech Might," *Bloomberg News*, April 1, 2019.
36. 出所:Lingqing, Z."China's first 6th–generation AMOLED display screen goes into production," *China Daily*, May 18, 2017.
37. 出所:Yi, D."Chinese Panel Maker BOE to Raise $3 Billion Through Share Sale," *Caixin Tech*, January 19, 2021.
38. 出所:Yun, G."BOE to Supply OLED Displays for Samsung Electronics' Smartphones for the First Time," *ETNews*, March 22, 2021.
39. 出所:GIS "攜京東方 擴大供貨蘋果", *Economic Daily Times*, February 23, 2021.
40. 出所:Udin, E."BOE Shipped 16 Million Flexible OLED Panels in the first half of the year," *gizchina*, September 8, 2020.
41. 出所:"Real Estate Is Biggest 'Gray Rhino' Threat to China's Financial System, Warns Regulator," *Caixin*, December 1, 2020.
42. 出所:"Can China's long property boom hold?," *The Economist*, January 25, 2021.
43. 出所:Zhou, C."China GDP: how will economic growth be hit by Beijing's new caps on real estate lending?," *South China Morning Post*, January 12, 2021.
44. 出所:"Workers Flocking to China's Tech Hub Can't Afford to Buy Homes," *Bloomberg CityLab*, December 20, 2020.
45. 出所:Caiyi, L. and H. Yiwei."Weekend Long Read:From Housing to Financial Assets, How Chinese Allocate Their Growing Wealth," *Caixin*, April 3, 2021.
46. 出所:Li, S. and P. Liu."Shanghai changes rules to stop couples from faking divorces as they vie for less up-front money to buy residential property," *South China Morning Post*, January 22, 2021.
47. 出所:Xiaomeng, W. and H. Wei."China Tightens Crackdown on Illicit Borrowing for Property Speculation," *Caixi*n, March 27, 2021.
48. 出所:"Next China:When Red Lines Move," *Bloomberg News*, April 15, 2021.
49. 出所:Yuqian, L."SOE Sets 2012 Record for Land Purchase," *Caixin*, December 3, 2012.
50. 出所:Based on scholarly review by Monkkonen, P., D. Guoying , H. Wanyang.2019. Does developers' ownership structure shape their market behavior?Evidence from state owned enterprises in Chengdu, Sichuan, 2004–2011.Cities, 84, 154–158.In the piece, they review research from:Liao, S. and X. Sun.2017.Research on the relationship between the characteristics of real estate executives and corporate performance. *Shandong Social Science*, 11:159–165 (in Chinese).
51. 出所:Barboza, D."Billionaire Builder of China," *The New York Times*, December 29, 2005.
52. 出所:Wang, L. and Y. Yang.2021."Political connections in the land market:Evidence from China's state-owned enterprises" *Real Estate Economics*, 49 (1), 7–35.
53. EBIDTA is Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization.
52. 出所:The State Council of the People's Republic of China, "China's Private Economy to Thrive in Better Business Environment," News Release, December 22, 2019.
55. 出所:"China's property developers flock to US dollar market," *South China Morning Post*, January 24, 2017.

リスクについて

すべての投資には、元本を割り込む可能性を含むリスクが伴います。ポートフォリオの価値は変動するため、投資元本を割り込み損失を被る場合があります。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。低格付け債券への投資には債務不履行および元本損失などの高リスクが含まれています。債券格付けや債券発行体、保険者、保証人の信用格付け及び財務内容に変動があった場合、その債券の価値に影響を及ぼす可能性があります。低格付けで信用リスク（デフォルトリスク）の高い債券の金利は、通常投資に付随する高リスクに見合う高い水準となります。利回りが高水準の場合、ポートフォリオで保有する特定の低格付け証券に付随する高い信用リスクが織り込まれている場合があります。

海外投資には為替変動、経済不安、政局など特別なリスクが伴います。新興市場投資では同じ要因に関連するリスクが増大します。戦略として特定の国、地域、産業、業種、投資形態を対象とする場合、様々な国、地域、産業、業種、投資形態を対象とする戦略に比べ不利な状況に陥った際のリスクは高くなる可能性があります。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。国債への投資には、発行体政府が当該債務の利払いや元本の償還を行わないリスクを始めとし、一般的に債券や外国証券への投資に関するリスクを伴います。中国は経済、政治、社会における不安定要因により影響を受ける場合があります。中国の発行体の証券への投資には、法律、規制、政治、経済に係るリスクなど中国特有のリスクが伴います。不動産証券には不動産価格の下落や経済情勢の悪化および規制上の変更など、特定のリスクが伴います。情報技術セクターは、既存技術の陳腐化、短期的な商品サイクル、価格および利益の低下、新規市場参入者との競争、経済状況全般による影響を大きく受ける場合があります。当資料で示されている企業やケーススタディは説明目的として使用されています。フランクリン・テンプルトン（「FT」）の投資助言を受けるポートフォリオによって現在、株式は保有されているか、もしくは保有されてない場合があります。当資料で提供されている情報は特定の証券、戦略もしくは投資商品の推奨または個別の投資助言を行うものではなく、フランクリン・テンプルトンの運用ポートフォリオの売買意志を示すものではありません。**過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。**

Notes

Notes

Notes

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。**すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。**

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性がありますが、フランクリン・テンプルトン（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FT は、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。
CFA®及びChartered Financial Analyst®はCFA協会の米国における登録商標です。

＜当資料に関するご注意＞

- 当資料は説明資料としてフランクリン・テンプルトン（フランクリン・テンプルトン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下FT）が作成した資料を、フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。
- 当資料は、FTが各種データに基づいて作成したものですが、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。
- 当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている運用スタンス、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。
- この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利はFTに帰属します。したがって、FTの書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。
- フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417号）はフランクリン・リソーシズ・インク傘下の資産運用会社です。

フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第417号
加入協会／　一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

FRANKLIN TEMPLETON

© 2021 Franklin Templeton. All rights reserved.